

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA
CIRCULATION DE L'OR
PENDANT LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 12 mars 1921, à 3 h. 1/2

PAR

L. GOLDSTEIN

Président : M. CH. RIST, Professeur

Suffragants { *MM. A. PERREAU, Professeur*
TRUCHY, Professeur

*

PARIS

JOUVE ET C^{ie}, ÉDITEURS

15, Rue Racine, 15

1921

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41552828_0074

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA
CIRCULATION DE L'OR
PENDANT LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 12 mars 1921, à 3 h. 1/2

PAR

L. GOLDSTEIN



Président : M. CH. RIST, Professeur

Suffragants { *MM. A. PERREAU, Professeur*
TRUCHY, Professeur

*

PARIS
JOUVE ET C^{ie}, ÉDITEURS

15, Rue Racine, 15

1921

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LA
CIRCULATION DE L'OR
PENDANT LA GUERRE

INTRODUCTION

Nous voudrions, avant d'aborder l'étude de notre sujet qui portera sur la circulation de l'or pendant la guerre, jeter un coup d'œil rapide sur le mécanisme de cette circulation dans l'économie d'avant la guerre. Laissant de côté le déplacement du métal jaune en tant que marchandise destinée à satisfaire des besoins industriels, nous bornerons nos brèves remarques à l'intervention de l'or dans le règlement des paiements internationaux.

Dans l'opération complexe et, au premier abord, chaotique qui consiste pour un pays donné à éteindre les obligations qu'il a contractées envers l'ensemble des autres pays en s'y procurant des utilités et à récupérer les créances qu'il a acquises sur eux, quel est au juste le rôle de l'or en tant qu'instrument de paiement international ? Dans une communauté

économique mondiale où la production est dirigée vers la création d'utilités pour l'échange international le règlement des créances et des dettes d'un pays déterminé ressemble à une vaste opération de réduction algébrique : les quantités négatives — les dettes — sont réduites par les quantités positives — les créances. Si idéalement on peut concevoir l'opération tendant vers zéro c'est-à-dire vers ce que l'on appelle l'équilibre parfait des balances des comptes, en fait cet équilibre n'est qu'un terme-limite et l'opération se termine toujours en laissant derrière elle un reliquat, positif ou négatif, selon que le pays qu'on envisage a une balance des comptes favorable ou défavorable. L'existence de ce reliquat — positif ou négatif — nous est révélée par la cote des changes qui est comme l'aboutissement visible du processus complexe que constitue le règlement des paiements internationaux. Les pays dont la balance des comptes se solde par un reliquat positif et dont les changes sont favorables vont-ils assister à un afflux effectif d'or chez eux ? Autrement dit : quelle forme prendra le rapatriement de leur surplus créditeur ? sera ce celle d'une importation de métal jaune, de produits, de services ou de titres ? Une étude que nous n'avons pas à mener ici nous montrerait que si normalement un courant de métal jaune se forme à la clôture de l'opération il ne prend jamais une amplitude considérable et ne sert que d'appoint aux autres modes

de rapatriement. Pour les pays dont la balance des comptes est déficitaire — que cela soit passagèrement ou d'une manière plus ou moins constante — le moyen le plus usité d'arriver à l'équilibre est d'avoir recours au crédit international. Ces opérations de crédit international prennent des modalités diverses selon l'inconvénient auquel elles doivent remédier. S'agit-il de pays neufs dont la balance des comptes est chroniquement déficitaire du fait qu'elles absorbent constamment l'épargne des pays économiquement vieux, épargne qu'ils emploient à créer et développer leur outillage économique, les emprunts que font ces pays neufs pour remédier à leur balance des comptes normalement déficitaire prendront la forme des emprunts à long terme. Ils seront à court termes pour les pays agricoles qui se trouvent périodiquement — aux époques précédant les récoltes — devant une pénurie de remises sur l'étranger et à très court terme pour les pays qui, pour des causes diverses, se trouvent avoir une balance des comptes temporairement déficitaire, accompagnée d'une raréfaction passagère de leurs disponibilités monétaires. Cette raréfaction amenant une hausse du loyer de l'argent a pour résultat d'attirer la masse des capitaux flottants en quête d'un emploi rémunérateur qui se trouve sur les marchés monétaires étrangers. Cet ensemble d'opérations de marché monétaire à marché monétaire a justement pour but de rendre inutile la

formation de courants de métal jaune. Ce n'est qu'après avoir épuisé tous les moyens de crédit de place à place sans arriver à un équilibre des balances et à maintenir les changes dans les limites des « gold points » que des courants d'or prennent naissance des pays débiteurs vers les pays créanciers. D'ailleurs la politique des banques centrales d'émission tendait justement à empêcher la formation de ces courants : la politique de l'escompte, l'accumulation d'un fonds de remises sur l'étranger, les difficultés opposées à tous ceux qui voulaient se procurer — à l'Institut d'émission — de l'or pour l'exportation, par la perception de primes, constituaient autant de moyens propres à défendre ou à retarder les sorties d'or.

Le rôle de l'or dans l'économie des paiements internationaux ne consiste donc pas tant dans sa circulation effective mais plutôt dans sa circulation virtuelle et surtout dans sa qualité d'étalon des prix et d'infra-structure par rapport à l'ensemble des valeurs qui circulent internationalement. La possibilité, au moins pour les grands pays industriels de l'Occident — à monnaie saine, basée sur l'or — d'avoir recours aux réserves métalliques-or qui se trouvent soit en circulation soit dans les caves de leurs instituts d'émission, suffit pour rendre ce recours, le plus souvent, inutile.

Quel changement la guerre mondiale va-t-elle apporter à ce mécanisme des paiements internatio-

naux ? Assisterons-nous à un bouleversement du mécanisme normal d'avant la guerre ? A une création de méthodes nouvelles, inattendues, ou à une simple amplification des méthodes déjà connues ?

La guerre amena vite un renversement des balances économiques. Les grands pays belligérants, ayant leur production de plus en plus dirigée vers la conduite de la guerre et devenus largement tributaires des pays neutres d'Europe et d'Amérique pour l'importation d'utilités et de services, virent leurs balances commerciales et peu à peu leurs balances des comptes devenir fortement débitrices. Débitrices dans une mesure vraiment inédite, des pays neutres d'Europe et surtout de l'Amérique. Ce renversement des balances se traduit nettement dans la cote des changes où les devises neutres font prime — à Paris à partir de fin avril 1915, à Londres vers la fin d'octobre de la même année, à Berlin depuis le commencement de la guerre ; et comme ce changement dans les balances des comptes va en s'accroissant rapidement au détriment des belligérants, le problème des changes deviendra une inquiétude persistante, inquiétude qui est bien loin d'avoir pris fin jusqu'à ce jour. Tous les remèdes connus sont envisagés : comment payer des achats indispensables à la continuation de la guerre sans trop endommager les instruments de paiement qu'on possède, ce qui rendrait plus onéreux les achats ultérieurs, aussi indispensables

que ceux d'aujourd'hui? Tous les remèdes sont pesés : augmentation du chiffre des exportations, diminution des importations, vente des valeurs mobilières étrangères à des étrangers, obtention de crédits, envois d'or à l'étranger. Les deux premiers, vraiment efficaces, ne sont pas possibles étant donné que l'état de guerre a justement pour conséquence de diminuer la production et d'augmenter la consommation. La vente des valeurs mobilières étrangères à des étrangers apporte une quantité de disponibilités qui permet de régler des obligations contractées envers les neutres. Mais c'est surtout le recours au crédit international qui devient une nécessité pressante. Mais les grands courants de capitaux qui circulaient avant la guerre de marché monétaire à marché monétaire attirés par la perspective d'un emploi fructueux, sont taris. La nécessité, d'une part, où se trouvent les marchés monétaires nationaux de venir en aide à leurs propres gouvernements qu'assaillent des difficultés financières et de l'autre la rupture du marché monétaire du monde sont cause de ce tarissement. Des envois considérables d'or sur les marchés monétaires — neutres ou belligérants — s'imposent. D'abord pour aider directement au règlement des paiements internationaux et ensuite et surtout pour créer sur les marchés neutres des disponibilités monétaires abondantes, favorables aux ouvertures de crédits. Le problème des changes oblige les belligérants à se

forger une politique de l'or. Quelle va être cette politique ? Dès l'ouverture des hostilités la plupart des belligérants et beaucoup de neutres se sont souciés de défendre l'encaisse métallique amassée dans les caves de leurs instituts d'émission en proclamant le cours forcé des billets de banque et du papier autre que les billets de banque. On ne s'inquiéta pas de l'or se trouvant en circulation sinon dans la mesure où on pensait le faire entrer, lui aussi, dans le stock accumulé dans les banques d'émission. Dès que les changes commencèrent à fléchir cet or prit la route de l'étranger. Il était encore temps d'arrêter cette fuite chaotique qui ne pouvait avoir sur les changes qu'une influence à peine sensible. Quand les principaux pays belligérants furent amenés à envisager l'envoi de quantités considérables d'or sur les marchés créanciers pour y créer certaines tendances, ils pensèrent justement de faire cesser les sorties individuelles qui par leur éparpillement risquaient de n'avoir pas d'effet. Les sorties, pour compte privé, de l'or se trouvant en circulation furent interdites. On s'efforça, par tous les moyens, de faire passer cet or du stock invisible — la circulation intérieure — dans le stock visible des instituts d'émission. Toute sortie d'or sera dorénavant canalisée par la banque centrale vers la destination la plus utile pour la collectivité nationale.

La perturbation apportée par la guerre dans l'éco-

nomie des principaux belligérants a eu pour résultat d'activer la circulation internationale du métal jaune.

Nous aurons à étudier dans le courant de notre travail la formation des courants de métal jaune, leur direction et leur intensité. S'il est facile, en gros, de suivre les déplacements internationaux du métal jaune pendant la guerre, les difficultés deviennent insurmontables dès qu'on veut approcher les détails. Nous possédons des chiffres officiels des stocks visibles d'or des principaux instituts d'émission. Ils nous permettent des constatations générales assez précises. Ainsi, en comparant les chiffres pour les années de la guerre à ceux pour les années la précédant on constate que les encaisses or de tous les instituts d'émission — tant des neutres que des belligérants — ont subi une augmentation considérable. Mais quand on veut aller plus loin et se demander d'où provient cet or qui a grossi le stock visible, les réponses que nous trouvons ne constituent que des approximations. De ces trois sources : *a)* le stock invisible ; or en circulation ; *b)* le contingent d'or nouvellement produit chaque année et *c)* l'or attiré de l'étranger par une balance favorable des comptes, quel est exactement, numériquement, l'apport de chacun dans le grossissement du stock visible ? Il est malaisé sinon impossible de répondre avec quelque précision à ces questions. Pour le passage de

l'or en circulation dans les caves des instituts d'émission, notamment pour celui qui a eu lieu après les « campagnes de l'or », nous avons des données officielles — au moins en ce qui concerne la France. Nous connaissons approximativement la valeur du contingent d'or annuellement produit, sinon sa distribution finale. Quant aux entrées et sorties du métal jaune dans les différents pays, les renseignements à obtenir ne portent pas toujours le cachet de l'exactitude. Même les bulletins hebdomadaires des sorties et entrées d'or que publiait la Banque d'Angleterre et qui, malgré leur laconisme, étaient de grande utilité pour suivre les mouvements quotidiens de l'or vue la place centrale qu'occupe Londres comme marché mondial de l'or ; nous font défaut. La publication de ces bulletins a été suspendue le 5 août 1916 juste au moment où les déplacements du métal jaune prennent une ampleur plus considérable.

CHAPITRE PREMIER

La législation de l'or pendant la guerre

L'ensemble des mesures législatives concernant l'or pendant la guerre, chez la généralité des belligérants, obéit à deux préoccupations : défendre les encaisses métalliques amassées par les banques centrales d'émission en vue de servir de couverture aux billets émis et à émettre et empêcher la fuite déréglée, à l'étranger, de l'or circulant dans le pays.

La première préoccupation a eu pour résultat de faire édicter dans la plupart, sinon tous les pays belligérants le cours forcé des billets de banques et du papier autre que les billets de banque. Les textes législatifs qui l'établissent sont : pour la *France* (1), la loi du 5 août 1914, article 3 : « Jusqu'à ce qu'il en soit disposé autrement par une loi, la Banque de France et d'Algérie sont dispensées de l'obligation de rembourser les billets en espèces. » Pour l'*Allemagne* (2) c'est la loi du 4 août 1914 relative aux

1. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1914, p. 136.

2. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1914, p. 324.

« Bons de Caisse de l'Empire » et aux billets de banque dans son article 2 qui institue le cours forcé : « Jusqu'à nouvel ordre la Caisse centrale de l'Empire est relevée de l'obligation de rembourser les Bons de caisse de l'Empire et la Banque d'Empire est relevée de l'obligation de rembourser les billets émis par elle. » La même mesure fut édictée en Belgique (1) (Arrêté royal du 2 août 1914 décrétant le cours forcé et légal des billets de la Banque nationale de Belgique) en Russie, en Autriche-Hongrie et dans la plupart des pays neutres d'Europe. L'Angleterre seule paraît faire exception. Dans les dispositions législatives édictées au début de la guerre et notamment dans celles concernant le moratorium des effets de commerce on excepte expressément le billet de la Banque d'Angleterre (2). Théoriquement l'Angleterre n'a pas instauré le cours forcé de ses billets de banque mais en fait, par un ensemble de dispositions concernant l'or, on est arrivé au même résultat que celui visé sur le continent : empêcher les particuliers de drainer l'or accumulé par l'institut d'émission.

Si l'institution du cours forcé des billets de banque ne semble pas avoir eu pour résultat d'ébranler la confiance du public en des moyens monétaires qui

1. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1915, p. 374.

2. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1914, p. 371. Proclamation, 6 août 1914, § 7.

lui étaient familiers — dans la plupart des pays — elle a entraîné néanmoins une appréciation du métal or un peu partout. Une prime de l'or fit son apparition dans presque tous les pays par suite de la soif de thésaurisation et par la demande industrielle de l'or. C'est pour empêcher, dans la mesure modeste du possible, la manifestation et le jeu de cette prime que les pays qui avaient institué l'inconvertibilité de leur monnaie fiduciaire ont été amenés à prendre une série de dispositions. C'est l'Allemagne qui a pris, la première, l'initiative de ces mesures ; est-ce une preuve de prévoyance ou simplement le signe que c'est chez elle que la formation de la prime s'est fait sentir le plus tôt ? Une ordonnance relative à l'agio sur les pièces de monnaie en or de l'Empire du 23 nov. 1914 (1), dans son article 1^{er} édicte : « sera puni d'une peine d'emprisonnement d'un an au maximum et conjointement d'une amende de 5.000 marks au maximum, en tant que d'autres dispositions n'édicte pas une peine plus sévère, quiconque, sans autorisation du Chancelier de l'Empire, entreprend d'acquérir ou de vendre des pièces de monnaies en or de l'Empire à un prix supérieur à leur valeur nominale... » Une exception est faite au bénéfice de la Reichsbank par la déclaration relative à l'agio sur les pièces de monnaie en or du 25 janvier 1915 (2). « Les

1. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1914, p. 686.

2. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1915, p. 161.

opérations désignées à l'article 1^{er} de l'ordonnance du 23 novembre 1914 sont autorisées en tant qu'elles sont entreprises exclusivement dans le but de transporter des pièces de monnaie en or à la Banque d'Empire. » Ce qui ne constitue pas seulement un aveu que la prime existe mais aussi sa consécration officielle. Il y en aura une autre, plus tard, quand on augmentera le prix d'achat de la Reichsbank, de l'or en lingots ou en monnaies étrangères.

Une mesure analogue à celle prise en Allemagne en 1914 est édictée en France par la loi du 12 février 1916 tendant à réprimer le trafic des monnaies et espèces nationales (1). Article unique : « En temps de guerre toute personne convaincue d'avoir tenté ou proposé d'acheter, vendu ou cédé, d'avoir tenté ou proposé d'acheter, de vendre ou de céder des espèces et monnaies nationales à un prix dépassant leur valeur légale ou moyennant une prime quelconque sera condamnée à une peine de six jours à six mois d'emprisonnement et à une amende de cent francs à cinq mille ou à l'une des deux peines seulement. »

Ces mesures tendant à la conservation du stock visible du pays devaient en amener d'autres. Les quantités considérables de métal jaune qui se trouvaient en circulation dans le pays, en France, en Allemagne, en Angleterre, pouvaient librement

1. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1916, p. 154.

prendre la route de l'étranger. Les instituts d'émission avaient tout intérêt à empêcher ce drainage, étant donnée la nécessité où ils se trouvaient d'avoir à faire des envois considérables d'or à l'étranger. Pour combler les vides laissés par ces sorties les banques d'émission s'efforceront d'attirer à elles l'or se trouvant en circulation. Mais d'abord fallait-il empêcher cette fuite à l'étranger au compte des particuliers et pour cela interdire toute exportation privée de l'or. Cette mesure ne tardera pas à être prise. Le ministre des Finances en France la justifie de la manière suivante dans le projet de décret qu'il soumet au Président de la République (1) : « La France, à la différence de la plupart des pays d'Europe n'a pas jusqu'à présent (juillet 1915) prohibé l'exportation de l'or. Ce régime de la libre sortie du numéraire a certainement des avantages en ce qu'il facilite le règlement des achats faits à l'étranger mais il peut prêter à des abus et à des trafics dangereux. L'or qu'on recherche n'est pas toujours destiné à des pays neutres dont la France est débitrice. On a toutes les raisons de penser que les billets de banque contre lesquels on offre de l'échanger proviennent, au moins en partie, des réquisitions faites dans nos provinces envahies. Cela nous détermine à prendre des mesures pour arrêter ce trafic.

« Sur l'avis unanime du Conseil général de la

1. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1915, p. 20.

Banque de France nous vous proposons d'interdire jusqu'à nouvel ordre l'exportation de l'or, exceptant de cette prohibition les sorties qui seraient faites par la Banque de France ou par son intermédiaire. » Le 3 juillet 1915 le décret édictant la prohibition de l'exportation de l'or brut, en masses, lingots, barres, poudre, objets détruits ainsi que des monnaies d'or fut rendu.

Peu de temps après une mesure analogue fut prise en Allemagne. C'est l'ordonnance relative à l'interdiction de l'exportation et du transit de l'or du 13 novembre 1915 qui l'institue (1) : « Le conseil fédéral en vertu de l'article 3 de la loi du 4 août 1914 a ordonné ce qui suit :

Article premier. — Sont interdits l'exportation et le transit des monnaies d'or nationales et étrangères de l'or fin, des alliages d'or quel qu'en soit le titre, tels en particulier que barres, grains, fils, plaques, rubans, feuilles et palettes, en tant qu'ils n'ont pas été ultérieurement travaillés, ainsi que l'exportation et le transit des débris d'or.

« L'interdiction n'est pas applicable à la Banque d'Empire.

« Art. 2. — Quiconque, en violation de l'interdiction édictée par l'article 1^{er} entreprend d'exporter de l'or hors du territoire de l'Empire ou de faire transiter de l'or sur le territoire de l'Empire

1. *B. S. L. G.*, 1916, 2^e partie, p. 115.

sera puni, en tant qu'il n'encourt pas une peine plus élevée en vertu d'autres lois pénales, d'une peine d'emprisonnement jusqu'à trois ans et d'une amende du double de la valeur des objets qui ont motivé le délit sans que cette amende puisse être inférieure à 30 marks...

« Art. 3. — Le chancelier de l'Empire peut autoriser des dérogations à l'interdiction édictée par l'article 1^{er}.

A la différence du décret du 3 juillet pris en France qui n'institue aucune pénalité spéciale pour l'infraction à l'interdiction contenue dans ce décret, l'ordonnance allemande contient une sanction sévère. L'ordonnance allemande contient une réserve relative à l'or qui a subi une transformation industrielle en Allemagne. Cette réserve fut abrogée par l'ordonnance du 13 juillet 1916 relative à l'interdiction de l'exportation des objets d'or (1).

L'Angleterre a-t-elle défendu l'exportation de l'or ? Qu'est devenu le marché libre de l'or pendant la guerre ? Pouvait-on s'y procurer du métal jaune et l'envoyer librement à l'étranger ? Si aucune atteinte législative directe n'a été infligée au marché des mesures indirectes ont abouti à le supprimer en fait. En effet, quelles étaient les caractéristiques d'un marché libre de l'or avant la guerre. C'était d'abord la possibilité qui était offerte à tout posses-

1. *B. S. L. C.*, 1917, p. 307.

seur d'une créance exigible sur la place de la transformer en son équivalent en métal jaune. Cette possibilité n'était d'ailleurs pas un apanage de la place de Londres. A New-York, à Berlin, à Paris une créance exigible pouvait être convertie en or quoique des fois non sans certaines difficultés. En Allemagne, par exemple, la Reichsbank voyait d'un mauvais œil tout retrait de son or et les banquiers étaient prévenus de sa mauvaise volonté, surtout aux moments critiques, quand les changes tournaient contre Berlin, occurrence dans laquelle ces sorties auraient justement présenté de l'intérêt. La Banque de France, de son côté, n'était le plus souvent que peu disposée à se séparer de son or. Pour empêcher les sorties d'or de ses caves elle avait recours à tous les moyens en son pouvoir : quand elle se décidait à laisser sortir des monnaies nationales elle choisissait généralement des pièces de 10 francs, usées, légères. Elle se servait aussi de la faculté légale qui lui permettait d'offrir en échange de ses billets des pièces de 5 francs en argent. Quant aux pièces étrangères ou aux lingots, elle percevait une prime qui variait, d'une part avec l'intensité de la demande et de l'autre du degré de dépréciation du change (1). Toutes ces petites vexations n'empêchaient néanmoins pas qu'une créance exigible sur la place de Paris pou-

1. G. Clare, *Le marché monétaire anglais*. Ch. Le change de Paris.

vait être convertie facilement en or, étant donnée la quantité considérable d'or qui se trouvait dans la circulation du pays et dans laquelle on pouvait puiser librement. Donc, sur ces deux places principales du continent, cette première condition d'un marché libre pouvait être considérée comme existante.

Mais il en reste une autre et c'est justement elle qui donnait à Londres son importance mondiale. A Londres et là-bas seulement il y avait un véritable commerce de l'or, c'est-à-dire la certitude pour tout vendeur d'or ou pour tout acheteur d'y trouver toujours des occasions de commercer.

Comment s'alimentait ce marché du métal-or ? Nous empruntons la description qu'en donne M. Hartley Withers (1) dans son *Money Exchange* : « On peut obtenir des lingots sur le marché des métaux précieux qui est pratiquement composé de trois ou quatre maisons qui se sont spécialisées dans le commerce de l'or et de l'argent. Le marché est fourni principalement par des arrivages hebdomadaires d'or brut des mines du Transvaal qui ont lieu tous les samedis par le courrier du Cap. A son arrivée l'or est transporté par chemin de fer de Southampton à Londres et déposé à la Banque d'Angleterre jusqu'à lundi. L'or est pris de la Banque par un raffineur qui l'a acheté d'une banque sud-africaine au compte de laquelle il fut consigné. L'or

1. Hartley Withers. *Money Exchange*. London, 1916, p. 166-168.

est ensuite vendu au compte du raffineur par un courtier en métaux (bullion broker) au plus offrant et délivré à l'acheteur après que le métal a été raffiné, ou expédié au compte de l'acheteur si celui-ci se trouve être un étranger. S'il n'y a aucun acheteur sur le marché, le raffineur vend l'or à la Banque d'Angleterre qui le paie avec un chèque sur elle-même. Il y a deux acheteurs dont la demande est presque constante et qui prennent toujours une partie de la cargaison d'or. Ces deux acheteurs sont les Indes anglaises et « the trade ». Les Indes anglaises qui furent, selon un auteur qui a étudié l'histoire de la monnaie, « depuis la naissance du commerce international le réceptacle pour les métaux précieux du monde civilisé de l'Occident » (A. Shaw, *The History of currency*). Le pouvoir d'absorption de l'or en petites barres bien polies paraît être illimité. Chaque semaine ces barres sont dirigées vers l'Est pour être vendues dans les bazars et thésaurisées par les indigènes... « The trade » ce sont les joailliers par les mains de qui passe le métal pour être transformé en bracelets, coupes, dorures rames, plats, etc.

D'autres acheteurs sont généralement les agents des banques étrangères qui cherchent à acheter l'or pour l'envoyer à l'étranger en vue de réaliser une opération de change ou pour d'autres raisons encore. Dernièrement une ou deux des grandes clearing

banks se sont engagées dans le commerce de l'or brut, l'achetant quand il est bon marché et le gardant comme une partie de leur réserve et le vendant quand son prix monte par suite d'une augmentation de la demande. Le prix de l'or en barres ne peut pas tomber au-dessous de 17 S. 9 d. par once standard, la Banque d'Angleterre étant tenue par la loi d'acheter à ce prix n'importe quelle quantité qui lui est offerte. La valeur d'une barre d'or en souverains monnayés est de 77 S. 10 1/2 d. par once et quiconque peut porter de l'or en barres à la Monnaie pour en faire frapper, gratuitement, des souverains. Mais comme le monnayage prend du temps et que l'or déposé à la Monnaie ne rapporte pas d'intérêts, les détenteurs d'or brut qui ne trouvent pas preneurs à un prix plus élevé préfèrent le vendre à la Banque d'Angleterre au prix inférieur de 77 S. 9 d. Les 1/2 pennys constituant le bénéfice de la Banque d'Angleterre ».

Qu'est devenu ce marché pendant la guerre ? Il disparut complètement à la suite de deux mesures prises. Ce fut d'abord le monopole d'achat au bénéfice de la Banque d'Angleterre de tout le contingent d'or nouvellement produit par les mines se trouvant dans l'étendue de l'Empire britannique. Ce contingent, très souvent, à cause des périls et des difficultés de transport par mer n'atteignit même pas la place de Londres. Il fut gardé à son lieu de produc-

tion au compte de la Banque d'Angleterre et figura dans ses bilans. La Banque en disposa au gré de ses besoins. De grandes quantités de métal jaune furent transportées du lieu de leur origine directement à l'étranger notamment aux Etats-Unis et en Espagne. Comme de l'autre côté, l'achat et la vente des monnaies d'or et des lingots provenant de la fonte des monnaies furent strictement prohibés il ne restait, pratiquement, à tous ceux qui étaient désireux d'acquérir de l'or en vue de l'exporter soit pour réaliser une opération de change ou pour effectuer un paiement à l'étranger que de s'adresser à la Banque d'Angleterre détentrice de l'or du pays. La Banque se trouva amenée à pouvoir exercer son contrôle pour toute sortie d'or du pays. Donc, malgré l'absence d'une prohibition législative de la sortie d'or, les mesures que nous venons d'indiquer aboutirent au même résultat que celui obtenu par des mesures législatives directes sur le continent c'est-à-dire d'empêcher toute sortie d'or qui ne fût contrôlée par l'institut central d'émission.

Le cours forcé du billet n'étant pas édicté en Angleterre on pourrait penser que tout particulier pouvait retirer des souverains de la Banque pour les expédier à l'étranger. Quelle fut, à cet égard, l'attitude de la Banque d'Angleterre ? Jusqu'à la fin du premier semestre 1915 la convertibilité des billets ne rencontrait aucune difficulté de la part de la

Banque. Le change anglais faisait prime sur tous les changes neutres à l'exception de l'Espagne et des Etats-Unis encore à la fin du mois d'octobre 1915. La perte que subissait la livre sterling par rapport au dollar et à la peseta était faible et le danger de sorties abondantes n'était pas encore à craindre. Les choses devaient changer bientôt. Un nouveau fléchissement de la livre par rapport aux devises américaines rendait les opérations d'envois d'or fructueuses. L'attitude de la Banque changea elle aussi, tout de suite. L'écho de ce changement nous le trouvons dans la presse financière des Etats-Unis. Voici ce que nous lisons dans le *Commercial and Financial Chronicle* de New-York, à la date du 30 octobre 1915 (1) (N° 2627) sous le titre : Les retraits d'or pour l'exportation rendus difficiles par la Banque d'Angleterre. « La Banque d'Angleterre a fait connaître d'une manière officieuse que les retraits d'or pour l'exportation vont être arrêtés. Cette information, affirme le *Wall Street Journal* du 27 octobre, est contenue dans des avis reçus par cablogramme par des banques américaines de la part de banques anglaises. Le *Wall Street Journal* écrit : « Les avis impliquent sûrement que les autorités anglaises pensent prendre une attitude qui diffère très peu d'un embargo sur les exportations pour compte privé

1. *The commercial and financial chronicle*. New-York, n° 2627 du 30 octobre 1915.

de l'or. Comme des avis analogues avaient déjà été donnés il nous apparaît que leur réitération signifie cette fois-ci un renforcement des mesures à prendre.

« Un banquier spécialisé dans les opérations de change en expliquant la circulaire nouvelle nous dit qu'elle est sûrement dirigée contre les retraits opérés par des particuliers en vue de profiter de la perte au change de la livre. Cela ne signifie pas que l'Angleterre se met au régime du billet inconvertible. Théoriquement, l'Angleterre n'est pas au régime du cours forcé mais les choses iraient mal pour un banquier ou un particulier qui dans les circonstances présentes voudrait retirer de l'or de la Banque en lui présentant ses billets. »

« Cette attitude de la Banque signifiant la fin des importations d'or aux Etats-Unis faits au compte des particuliers, le grand courant d'or d'Angleterre ici va continuer. Autrement dit la Banque d'Angleterre désire conserver ses réserves d'or pour les employer dans l'intérêt de la collectivité anglaise. Les envois d'or pour le paiement des achats faits en vue de la conduite de la guerre étant donnée la situation actuelle des changes constitue un grand avantage pour le gouvernement anglais. »

Le marché de l'or à Londres, privé de l'apport de l'or produit dans les mines de l'Empire britannique, empêché d'avoir recours à des retraits libres d'or en échange des billets à la Banque d'Angleterre va pré-

senter l'aspect des marchés du Continent où l'inconvertibilité du billet de banque et l'interdiction d'exporter de l'or pour compte privé existaient en vertu de dispositions législatives. En septembre 1919 le marché libre à Londres fut rétabli par la faculté accordée aux producteurs d'or de vendre librement le métal à d'autres acheteurs qu'à la Banque d'Angleterre. En échange l'exportation libre de l'or fut interdite législativement ; toute exportation nécessite une licence qui, si elle n'est pas accordée pour l'or monnayé l'est facilement pour les lingots.

Les Etats-Unis d'Amérique n'eurent jamais recours pendant la guerre au cours forcé des Federal Reserve notes ni des Treasury Certificates. Quant aux entrées et sorties d'or elles restèrent entièrement libres jusqu'au 7 septembre 1917 quand l'embargo sur les sorties de l'or monnayé, en lingots et monnaies étrangères fut institué (*Executive order of september 7, 1917*) (1). Que cette mesure a été prise contre les sorties d'or provoquées par les arbitrages de change faits soit pour le compte d'Américains soit pour celui d'intermédiaires appartenant aux pays alliés, il n'y a aucun doute. En effet, le Federal Reserve Board a la faculté d'accorder des permis de sortie d'or à toute personne qui en fait la demande

1. Publié dans le *Federal Reserve bulletin* du 1^{er} juin 1918 ainsi que les formalités administratives requises pour l'obtention d'un permis d'exportation pour l'or.

à la condition, nécessaire et suffisante, pour cette dernière de faire la preuve que l'or doit servir au paiement de marchandises importées ou à importer aux Etats-Unis. A en juger par les dispositions plus rigoureuses prises ultérieurement il semble bien que ces permis étaient accordés avec beaucoup de facilité. Au mois de juin 1918 de nouvelles dispositions furent prises par le Federal Reserve Board et approuvées par le secrétaire du Trésor (1). Dorénavant il ne suffit plus que l'or pour lequel on demande un permis d'exportation soit destiné à payer des marchandises importées ou à importer mais il faut en outre faire la preuve que l'importation de ces marchandises est de nécessité nationale et, même dans ce cas, que le seul moyen possible de les payer c'est d'envoyer de l'or. Et comme si cela ne suffisait pas encore, le Federal Reserve Board fait savoir que toutes ses décisions accordant des permis seront des décisions d'espèce ne créant pas de précédents de nature à le lier pour l'avenir.

Le 14 décembre 1918 l'exportation des objets fabriqués en or fut réglementée à son tour. S'agit-il d'objets fabriqués en or et contenant plus de 45 0/0 de métal jaune leur exportation ne sera permise que si l'exportateur s'oblige à faire entrer au pays de l'or en lingots, barres ou monnaies jusqu'à concurrence de la valeur monétaire de l'or contenu dans les

1. *Federal Reserve bulletin* du 1^{er} juillet 1918.

objets fabriqués qu'il a envoyés à l'étranger. La preuve de ces importations devra être faite à la fin de chaque période de trois mois devant le *War Trade Board* à Washington en présentant les copies des certificats délivrés à l'importation par la douane. Sont dispensés de cette obligation d'importer de l'or les exportateurs d'objets fabriqués contenant moins de 45 o/o de métal jaune ou d'objets fabriqués avant le 10 septembre 1918 (1).

L'ensemble des restrictions et défenses concernant l'exportation du métal jaune furent abrogées par les dispositions prises le 9 et 30 juin 1919 par le Federal Reserve Board (2). L'embargo avait fonctionné pendant vingt-et-un mois (septembre 1917-juin 1919). Pendant son fonctionnement il est entré aux Etats-Unis de l'or pour 114.646.788 dollars et en est sorti pour 109.353.256 de dollars.

1. *Federal Reserve bulletin*, 1^{er} janvier 1919.

2. *Federal Reserve bulletin*, 1^{er} juillet 1919.

CHAPITRE II

Les Encaisses-or des principales banques d'émission pendant la guerre

Parmi les données sûres qui permettent d'étudier les déplacements de l'or pendant la guerre celles fournies par les bilans des instituts d'émission sont d'une grande utilité. Si elles ne sont que des résultats, des aboutissements de transactions qu'elles taisent, elles constituent néanmoins un guide qu'il faut suivre nécessairement.

La conclusion qu'on tire après une simple lecture des données statistiques concernant les réserves métalliques des principaux instituts d'émission pendant la guerre c'est qu'elles ont augmenté considérablement tant pour les banques des pays neutres que pour les belligérants. Pour les premiers le phénomène n'a rien de surprenant étant donné le changement qui a eu lieu dans leurs balances des comptes : devenus largement exportateurs d'utilités et de services et ne trouvant, pour la plupart, sur les

marchés des pays en guerre l'équivalent en produits des créances qu'ils y ont acquises ils attireront l'or des belligérants. Pour ces derniers le fait que malgré les envois considérables qu'ils ont été obligés de faire à l'étranger montrent néanmoins une augmentation de leur stock visible d'or peut paraître étonnant. Il s'explique néanmoins sans difficulté. Laissant de côté les pays producteurs d'or, notamment et surtout l'Angleterre avec les mines de son Empire — il se trouve que les principaux belligérants sont ceux où les stocks invisibles d'or étaient avant la guerre les plus importants. Ils vont diriger leurs efforts d'abord pour empêcher les sorties pour compte privé de ce stock circulant et ensuite pour le drainer vers les caves de leurs instituts d'émission. Ce stock figurera dans les bilans hebdomadaires des instituts d'émission et bouchera les trous causés par des sorties nécessaires.

Nous empruntons les tableaux ci-dessous au *Supreme Economic Council's Monthly Bulletin of Statistics* reproduits par M. G. Findlay Shirras dans sa communication à la Société Royale de Statistique de Londres (1).

1. G. Findlay Shirras; *Some effects of the War on gold and silver* (*Journal of Royal Statistical Society*, July, 1920, volume LXXXIII).

TABLEAU I

Pays de l'Entente (en millions de francs)

RÉSERVES A LA FIN DES ANNÉES	RÉSERVES MÉTALLIQUES DES BANQUES D'ÉMISSION DANS L'ANNÉE PRÉCÉDANT LA GUERRE ET PENDANT LA GUERRE						
	Banque d'Angl.	Etats-Unis	Banque de France			Italie 3 Banques d'Emis.	Japon
	or	or	or	argent	Total	or et arg.	or
1913	882.7	—	3.538.5	643.1	4.181.6	1.674.7	564.9
1914	1.752.8	1.203. »	4.272.4	368.2	4.640.6	1.755.4	549.8
1915	1.298.9	1.813.4	5.059.3	355.6	5.414.9	1.715. »	628.0
1916	1.387.1	2.390.9	5.119.8	297.6	5.417.4	1.750.3	1.034.1
1917	1.493.1	8.776.9	5.402.3	249.7	5.652. »	1.747.8	1.639.4
1918	2.017.7	10.544.9	5.525.9	320.3	5.846.2	2.358.1	1.831. »
1919	2.302.7	10.484.4	5.626.8	269.8	5.896.6		2.390.8
1920							
Janvier	2.519.6	10.222.1	5.629.3	257.2	5.886.5		2.380.7
Février	2.784.4	9.937.1	5.631.8	254.7	5.886.5		2.365.7
Mars	2.829.8	9.760.5	5.634.3	247.2	5.881.5		2.335.5

TABLEAU III

Pays neutres (En millions de francs)

Réserves à la fin des années	Banque des Pays-Bas			Banque d'Espagne			Nor- vège	Suède	Dane- mark	Suisse		
	Or	Arg.	Total	Or	Argent	Total	Or	Or	Moun. lingois	Or	Arg.	Total
1913	256.5	5.0	261.5	484.2	670.9	1.155.1	65.5	143.7	111.0	171.5	20.2	191.7
1914	256.5	5.0	261.5	577.5	716.3	1.293.8	58.0	151.3	133.7	239.6	25.2	264.8
1915	902.9	12.6	915.5	875.2	759.1	1.634.3	93.3	179.0	156.4	252.2	50.4	302.6
1916	1.235.8	15.1	1.250.9	1.261.0	746.5	2.007.5	171.5	257.2	221.9	348.0	53.0	401.0
1917	1.467.9	15.1	1.483.0	1.984.9	716.3	2.701.2	161.4	343.0	244.6	360.7	53.0	413.7
1918	1.450.2	17.6	1.467.8	2.247.2	648.2	2.895.4	169.0	401. »	272.4	418.7	58.0	476.7
1919	1.339.2	12.6	1.351.8	2.466.6	635.6	3.102.2	204.3	393.4	317.8	522.1	73.1	595.2
1920												
Janv.	1.329.1	17.6	1.346.7	2.474.2	643.1	3.117.3	204.3	380.8	317.8	534.7	83.2	617.9
Fév..	1.331.7	20.2	1.351.9	2.474.2	643.1	3.117.3	204.3	370.7	317.8	534.7	85.7	620.4
Mars.	1.331.7	22.7	1.354.4	2.474.2	638.1	3.112.3	204.3	365.7	317.8	534.7	88.2	622.9

TABLEAU II
Allemagne

RÉSERVES à la fin des années	Or	Argent	Total
1913	1.475.4	348.0	1.823.4
1914	2.638.1	45.4	2.683.5
1915	3.084.5	40.4	3.124.9
1916	3.185.4	20.2	3.205.6
1917	3.177.8	229.5	3.407.3
1918	3.034.1	25.2	3.059.3
1919	2.852.5	27.7	2.880.2
1920			
Janvier	1.374.5	25.2	1.399.7
Février	1.377.1	32.8	1.409.9
Mars	1.377.1	52.9	1.430.0

Si nous comparons les chiffres des encaisses-or des trois principaux belligérants — Angleterre, France, Allemagne — pour la fin de l'année 1913 à ceux pour la fin de 1914 nous constatons qu'elles ont fait un bond considérable. L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre et celle de la Reichsbank ont presque doublé. L'augmentation qu'enregistre la Banque de France est considérable aussi. Les chiffres pour 1914 seraient plus frappants pour l'Allemagne si on les comparaient à ceux des dix années précédentes. Car l'année 1913 fut exceptionnelle et marqua en Allemagne une activité fébrile de préparation financière de la guerre à venir (1). L'encaisse-or de la Reichs-

1. Ch. Rist, *Les finances de guerre de l'Allemagne*. Paris, 1921.

bank ne pouvant grossir à la suite du libre jeu des forces économiques on fut forcé de l'augmenter artificiellement. Malgré un change prohibitif pour l'entrée spontanée de l'or dans le pays, en consentant des sacrifices sensibles la Reichsbank enregistra un gain de 324 millions de marks pour son encaisse en 1913. On s'efforça de faire affluer vers la Reichsbank des quantités de plus en plus grandes de l'or circulant dans le pays. On se servit d'abord, pour atteindre ce but, des coupures de 20 et 50 marks dont l'émission avait été permise par une loi en 1905 avec un maximum de 300 millions — maximum qu'on avait largement dépassé. En 1913 toute limite à leur émission fut supprimée. Une campagne puissante fut entreprise dans le pays pour faire porter l'or à la Reichsbank, ou pour ne pas en retirer. On éleva à 240 millions de marks-or le trésor se trouvant à Spandau. L'accroissement considérable de l'encaisse pour 1914 est dû — en dehors de l'appoint du trésor de guerre — au drainage de l'or se trouvant dans la circulation.

La Banque de France, de son côté, surtout après la guerre balkanique, avait fait des efforts continus pour accroître son encaisse. Celle-ci était de 3.194 millions de francs au 1^{er} janvier 1914 et passa, le 30 juillet à 4.141 millions, « depuis plus d'un an nous suivions avec attention toutes les mesures financières qui pouvaient être l'indice d'une compli-

cation internationale et nous nous prémunissions, autant qu'il se pouvait en augmentant encore notre réserve d'or de près d'un milliard de francs en quelques mois » (Compte rendu du Gouverneur sur la situation de la Banque de France. Assemblée des actionnaires du 28 janvier 1913).

Si dans l'augmentation de la réserve d'or pour 1914 l'or étranger ne joue qu'un rôle infime en Allemagne — des fuites importantes d'or ont eu lieu vers la France et l'Angleterre pendant les deux semaines précédant l'ouverture des hostilités — il n'en fut pas de même pour la France et surtout pour l'Angleterre. Cette dernière, créancière de fortes sommes à la veille de la guerre et exigeant le remboursement de ces créances les changes étrangers tournèrent rapidement en sa faveur (à l'exception du change sur Paris qui montra la tendance contraire le marché de Londres se trouvant être débiteur de celui de Paris) et un courant de métal jaune prit la direction de l'Angleterre. Pendant la durée du moratorium — 4 août — 4 novembre 1914, 52.350 millions de livres sterling furent reçues par la Banque d'Angleterre dont : 4.852.000 en souverains (3.400.000 provenant de Russie), 3.400.000 livres sterling d'or indien, 22.011.000 or en barres, acheté par la Banque et 22.087.000 pièces d'or américaines (1). Ce qui explique — en même temps que

1. Hartley Whilters, *War and Lombard Street*. London, 1915, Ch. *The external problem*.

l'envoi de 71 millions de dollars — or par les Etats-Unis à Ottava au compte de la Banque d'Angleterre que ses réserves d'or qui étaient tombées très bas au commencement d'août, aient pu atteindre le chiffre de £ 69.5 millions à la fin de l'année. La France de son côté, bénéficiant d'une balance favorable des comptes, reçut 81 millions de dollars or des Etats-Unis en remboursement de la dette de la ville de New-York, et £ 12 millions d'Angleterre.

Quant aux encaisses-or des pays neutres elles ne connaissent pas encore en cette fin d'année 1914 les augmentations considérables qu'elles connaîtront plus tard. C'est que le processus du renversement des balances n'a pas encore commencé partout et là où il a commencé il est à peine sensible. Les pays neutres d'Europe (Pays Scandinaves, Espagne, Pays-Bas et Suisse), enregistrent ensemble une augmentation de leur encaisse de 5,4 millions de livres sterling, seulement. Quant aux Etats-Unis les chiffres publiés par le *Treasury department* montrent une diminution du stock visible d'or de 107 millions de dollars pour 1914.

Quelles seront, pour les années suivantes les sources qui alimenteront en or les instituts d'émission ? Pour les pays neutres d'Europe et pour les Etats-Unis ce sera principalement l'or étranger notamment celui des belligérants qui viendra grossir leurs encaisses, entraîné par une balance favo-

nable des comptes. Il serait malaisé sinon impossible de dire quelle fut la part de l'or nouvellement produit dans ces envois faits par les belligérants et laquelle celle de leurs stocks invisibles. De ces déplacements d'or, les Etats-Unis d'Amérique vont bénéficier le plus largement et leur stock visible se concentrera fortement. Comme en Europe, il y aura une concentration dans les caves des banques d'émission de la plus grande partie de l'or se trouvant disséminé dans le pays.

Cet afflux d'or vers les instituts d'émission fut favorisé par le vote de deux amendements, en juin 1917, à la loi sur les Federal Reserve Banks. Le premier amendement consiste à dispenser les Member Banks de garder dans leurs caves une réserve d'or comme garantie des dépôts qu'elles ont reçus. Cette réserve pourra dorénavant être déposée à la Federal Reserve Bank de leur district. Les Member Banks auront tout intérêt à user de cette faculté car en portant leur réserve d'or à la Federal Reserve Bank ils travailleront à élargir la base du crédit de cette dernière, élargissement dont les Member Banks pourraient ultérieurement bénéficier. Le second amendement est relatif à l'émission des Federal Reserve Notes. Avant l'amendement chaque billet remis par le Federal Reserve Agent à la Federal Reserve Bank était représenté par 100 o/o en effets de commerce et 40 o/o d'or dans les caves de la

Federal Reserve Bank. Dorénavant les Federal Reserve Banks pourront obtenir des billets en échange de l'or qu'elles remettront à l'agent, or qui sera considéré comme la propre réserve de la Federal Reserve Bank. Elles pourront obtenir des billets en remettant 40 o/o de leur montant en or et seulement 60 o/o en effets de commerce. Le vote de ces deux amendements s'explique par le besoin de centraliser les réserves d'or qui, autrement, risquaient de rester éparpillées entre les Member Banks et les Federal Reserve Banks. Cette tendance vers la centralisation des réserves d'or s'explique à son tour par plusieurs raisons (1). D'abord par imitation du système européen, où l'on voyait la puissance de crédit donnée aux banques centrales par suite de la concentration de leurs réserves, puis par une sorte d'inquiétude de l'avenir. On faisait remarquer que la situation extrêmement prospère des Etats-Unis ne durerait pas toujours, qu'il y aurait un lendemain de la guerre, que les changes favorables aux Etats-Unis pourraient se renverser à ce moment. Il faut que les Etats-Unis puissent envoyer sans difficulté à l'Europe l'or que les changes l'obligeront à payer, sans être obligés immédiatement d'élever le taux de l'escompte. Il faut que les Etats-Unis, s'ils veulent devenir un grand marché monétaire, puissent envoyer

1. Ch. Rist, *Banques d'émission et Banques de dépôts*. Cours professé à l'Univ. de Paris, en 1919-1920.

de l'or à l'étranger avec la même facilité que l'Angleterre expédiait l'or dans le monde entier avant la guerre, facilité qui avait fait d'elle le centre monétaire du monde.

Tant les Member Banks que les Federal Reserve Banks firent tout leur possible pour retirer des mains du public les certificats d'or et les pièces de monnaie en or et les remplacer par les Federal Reserve notes. Elles y réussirent pleinement. Néanmoins, peu de temps, après la cessation des hostilités 300 millions de dollars, — en monnaie d'or, pour la plus grande partie, — sortirent de leur cachette pour entrer dans les caves des Federal Reserve Banks. Preuve que la tendance à la thésaurisation n'avait pas été faible, pendant la durée des hostilités (1).

Quant aux pays belligérants, il faut faire une distinction entre l'Angleterre et les pays du Continent.

L'Angleterre, par le monopole d'achat de toute la production des mines de l'Empire que possède sa Banque d'émission, va trouver un appoint considérable dans le contingent d'or nouveau. Néanmoins, étant données les sorties considérables de son or à destination des pays neutres, des Etats-Unis principalement, où elle va servir de banquier aux autres pays de l'Entente, elle aussi aura recours à tous les moyens pour transformer en stock visible l'or détenu par les particuliers et pour cela elle va se ser-

1. *Federal Reserve Bulletin*, 1^{er} juillet 1919.

vir de plusieurs moyens : L'émission des Currency notes ; Campagne pour la collecte de l'or faite par les tanks ; Transfert de l'or des banques de dépôt à la Banque d'Angleterre ; Acquisition d'or des alliés (France, Russie, Italie) soit à titre d'achat soit comme dépôt servant à l'ouverture de crédits au bénéfice des alliés.

Pour les pays du Continent les sources d'approvisionnement vont être très limitées. Pour la France, les entrées d'or étranger vont se tarir. Restera la ressource d'appeler l'or du public. La Banque de France n'avait cessé depuis l'ouverture des hostilités à faire la collecte de l'or. Tous ses bureaux et agences avaient reçu des instructions à cette fin. Mais c'est surtout vers la fin du premier semestre de 1915 qu'une vraie « campagne de l'or » commence. « A partir de ce moment, fin juillet 1915, on a assisté à un mouvement général dans toute la France et même dans les colonies. La première semaine on reçut 13 millions, la seconde 41, la troisième 64, la quatrième 78, la cinquième 92, la sixième 100. Au bout de quinze semaines le total des versements était de 895 millions, soit le double de ce que la Reichsbank avait reçu dans le même laps de temps (1). Le total des sommes recueillies monte à 2.300 millions. Mais malgré cet apport considérable et le peu de dispositions

1. Guilmard, *Le rôle de l'or dans une période de guerre* (*Journal des Economistes*, 4 novembre 1916).

que montre la Banque à écouter les suggestions venues de toutes parts, des milieux officiels anglais entre autres, lui conseillant d'user de son or plus librement, l'encaisse-or de la Banque de France n'enregistrera plus que des augmentations très modestes jusqu'à la fin des hostilités.

En Allemagne les sources d'approvisionnement de l'encaisse de la Reichsbank ne furent pas différentes. A part l'appoint de l'or de la Banque austro-hongroise, — nous n'avons aucune précision quant à son importance — tous les vides laissés dans le stock visible par les envois d'or vers les Pays-Scandinaves, la Hollande et la Suisse devront être comblés par les apports de l'or du public. Devant les émissions considérables et pour respecter la couverture métallique du tiers, les méthodes de la collecte vont prendre des formes inattendues. Sir Edward Holden les a rappelées dans son rapport fait aux actionnaires de la London City and Midland Bank Limited le 26 janvier 1917 (1). « Les voyageurs sont arrêtés aux frontières et on les dépouille de tout l'or qu'ils se trouvent posséder et on leur donne en échange des billets de la Reichsbank. Le clergé prêche dans les églises et incite le public à porter son or à la Reichsbank. Des objets d'art en or sont fondus et l'or est envoyé à la Banque. On donne des avantages de toute nature aux soldats en échange de l'or qu'ils pourraient

1. *The Economist*, 27 janvier 1917.

recueillir. Les personnes qui thésaurisent les monnaies d'or de l'Empire sont menacées que l'or se trouvant à la Reichsbank va être fondu et refrappé en des monnaies à effigie nouvelle et que les anciennes pièces perdront leur cours légal. On espérait faire sortir ainsi de leurs cachettes les pièces amassées par les particuliers et les faire passer dans les caves de la Reichsbank, leur valeur étant estimée à £ 30 millions. On a finalement renoncé à ce projet de refraappe. En vue de recueillir l'or contenu dans des plats, ornements, bijoux, etc., or qu'on estime à £ 100 millions, tout le pays est mis en agitation et on institue des comités dans tous les villages et villes du Reich, avec la mission de les recueillir. Des bureaux sont établis partout pour recevoir de l'or et délivrer en échange des billets de banque et des médailles en fer. Les bijoux sont demandés pour être envoyés dans les pays neutres. Finalement, on demande à tout le monde de déclarer sous serment qu'on ne possède pas d'or et ceux qui se dérobent de prêter serment voient leurs noms affichés sur les places publiques ». Malgré ces vexations et cette propagande intense, déjà vers 1917 il paraît que les apports du public sont insignifiants. Il n'en a pas été publié de chiffres. A partir du mois de juin de 1917 le stock d'or de la Reichsbank diminue sensiblement, subissant des fluctuations pendant le courant de l'année, fluctuations dont le tableau que nous

avons donné plus haut, indiquant seulement la situation en fin d'année, ne peut donner aucune idée. Le 15 juin 1917 le stock d'or avait atteint le maximum de 2.533 millions de marks ; le 23 du même mois il subit une diminution de 76 millions de marks. Le 23 juillet, l'encaisse tombe à 2.402 millions de marks. Une campagne intense auprès du public est organisée pour l'apport de l'or à la Banque. L'encaisse or remonte lentement jusqu'à 2.409 millions au 15 avril 1918. Le 23 du même mois elle descend à 2.345 millions de marks. En septembre 1918 l'arrivée de l'or russe la fait de nouveau remonter à 2.447 millions de marks au 23 septembre, à 2.547 au 7 octobre, à 2.550 au 15 novembre (1). A partir de cette dernière date l'encaisse-or de la Reichsbank n'enregistre que des pertes sensibles. En juillet 1919 elle est descendue à 1.116 millions.

Ces pertes considérables de métal jaune s'expliquent de la manière suivante : Une partie de l'encaisse — celle qui représente l'or russe fourni après la paix de Brest-Litowsk et arrivé en Allemagne en septembre 1918, fut restituée aux alliés et envoyée à Bruxelles et ensuite à Paris (320 millions de roubles, en francs 853,4 millions) (2) ; une autre

1. Ch. Rist., *Les finances de guerre de l'Allemagne*, p. 189, 190.

2. W. J. Novitzky, *Disposition of Russian Gold*, *New-York Times*, July 4, 1920, reproduit par le *Commercial and Financial Chronicle* de New-York, n° 27 juillet 1920.

partie de l'encaisse, étant donné l'effondrement du cours du mark, fut employée à payer les fournitures en vivres faites à l'Allemagne par les Alliés. Ainsi la United States Grain Corporation reçut de l'Allemagne 173.348.876 dollars en or en paiement de fournitures de vivres (Cette quantité d'or fut acquise de la U. S. Grain Corporation en août 1919 par les Federal Reserves Banks et déposée au compte de ces dernières à la Banque d'Angleterre. L'or avait passé en Angleterre par la Hollande et la Belgique, en septembre et octobre 1919 (1). Il en fut vendu une partie au compte des F. R. Banks et le reste, 111.458.000, fut transporté à la F. R. Bank de New-York en septembre 1920; une autre partie de l'encaisse-or de la Reichsbank fut employée au paiement de crédits qui avaient été ouverts par les neutres à l'Allemagne et que celle-ci ne désira pas faire renouveler craignant des conditions onéreuses.

1. *Commercial and financial Chr.*, 18 sept. 120 et *The Economist*, 15 novembre 1919.

CHAPITRE III

La production mondiale de l'or pendant la guerre (1).

L'examen rapide de l'augmentation qu'enregistrent les stocks visibles d'or dans le monde pendant la guerre nous a fait entrevoir le processus de déplacement du métal jaune qui est le suivant : l'or se trouvant en circulation dans les différents pays disparaît ; il est soit dirigé vers les caves des instituts d'émission soit thésaurisé. Son drainage vers les réserves des banques d'émission des belligérants du Continent permet à ces derniers, — malgré des envois à l'étranger — de garder intacts leurs stocks visibles et même de les augmenter. Mais là n'est pas la seule explication de l'augmentation générale de toutes les encaisses des instituts d'émission. Il y a aussi le facteur que constitue l'apport d'or nouvellement pro-

1. *Gold and Silver production and movement* (pour chaque année de la guerre) dans la *Commercial and financial chronicle* de New-York.

duit chaque année. Pour l'Angleterre il constitue même la source la plus importante car ni le concours de l'or des Alliés ni la centralisation des quantités d'or se trouvant disséminées dans le pays n'auraient pu l'aider à faire face à toutes les obligations qui résultaient de son rôle de pilier financier de l'Entente. Quel fut l'apport du contingent d'or produit pendant la guerre? Nous allons jeter un coup d'œil sur la production mondiale de l'or pendant la guerre.

En examinant les données statistiques de la production mondiale de l'or au siècle dernier l'on remarque une progression lente de celle-ci jusque vers 1850, date de la découverte des mines d'or de Californie et d'Australie ; pendant les cinq années qui suivent cette date le rythme de cette progression s'accélère pour se ralentir ensuite jusqu'à l'ouverture des mines d'or du Transvaal en 1887 (1). A partir de cette date un essor considérable et constant prend naissance et dure jusqu'au commencement du xx^e siècle ; malgré quelques fluctuations rapides la production progresse sensiblement et arrive à son maximum en 1915. A partir de cette date et pendant toute la durée de la guerre la production de l'or dans le monde va en décroissant.

1. Les chiffres pour la production mondiale de 1851-1871 sont publiés en tableaux dans le vol. 54, p. 141 et ceux pour la période 1871-1881 dans le vol. 70, p. 256 de la *Commercial and Financial Chronicle* de New-York, de 1880-1914, *C. F. Chr.*, 27 Feb. 1915.

La production mondiale de l'or (1913-1920)
en millions d'onces d'or fin (1).

1913.....	22,2	1917.....	20,3
1914.....	21,2	1918.....	18,4
1915.....	22,7	1919.....	17,7
1916.....	22,0	1920 (prob).	17,0

Cette décroissance est-elle due, comme on l'a soutenu, à des circonstances tenant à la guerre ou est-elle la suite d'un ensemble de facteurs naturels ?

La guerre semble n'avoir eu aucune influence sur la production de l'or pour l'année 1914. Une diminution dans le chiffre de la production, d'ailleurs peu importante, paraît être due à d'autres causes qu'aux perturbations apportées par la guerre. En Afrique du Sud — pays producteur par excellence — la diminution de la production, notamment au Transvaal, a pour cause les grandes grèves minières qui ont eu pour résultat de désorganiser la production. A ajouter les troubles causés par les ouvriers des transports au commencement de l'année et le résultat apparaîtra naturel. Cette diminution de la production du Transvaal fait que, malgré la progression enregistrée dans les autres Etats de l'Afrique du Sud-

1. Findlay Shirras, art. cité, *Journal of Royal Statistical Society*, juillet 1920. Le tableau est composé d'après les données officielles fournies par les différents pays producteurs et publiées dans le rapport annuel du *Director of the U. S. Mint*, Washington. Pour l'Empire britannique les données sont celles du *Statistical Department of the Board of Trade*.

Rhodesia, Côte-d'Or, etc. ; le chiffre de la production globale pour l'Afrique accuse une perte par rapport à l'année précédente. En effet, le chiffre de la production pour l'Afrique en 1913 étant de 10.040.418 onces d'or fin et celui de l'année 1914 seulement de 9.908.940 onces de fin, le déficit est de 131.478 onces. Par rapport à l'année 1912, particulièrement brillante, ce déficit est de 385.714 onces de fin.

La production australienne enregistre un recul par rapport à l'année précédente, recul devenu constant depuis 1904, par la suite de la mise en exploitation des mines de plus en plus pauvres. L'apport du Mexique se ressent des troubles politiques dont il a été le théâtre pendant l'année. La regression constatée en Russie, en France et en Autriche-Hongrie, pays producteurs d'or du Continent, est largement compensée par une augmentation de la production aux Etats-Unis et au Canada. La production de ces deux derniers pays est supérieure à celle de 1913.

La production mondiale de l'or pour l'année 1914 (1) fut approximativement de 21.731.295 onces d'or fin ; comparée à celle de l'année 1913 elle représente une diminution de 440.391 onces d'or fin et de 834.402 par rapport à 1912.

L'année 1915 se caractérise par une augmentation générale de la production de l'or dans le monde. Les

1. *Commercial and Financial Chronicle*, New-York, 27 février 1915.

principales contrées minières se trouvant éloignées des champs de bataille et les perturbations économiques causées par la guerre en Europe n'ayant pas encore eu leurs répercussions mondiales, tous les facteurs qui plus tard constitueront une gêne pour les producteurs d'or de tous les pays, ne sont pas encore entrés en jeu. A regarder les chiffres de la production pour l'Afrique du Sud et spécialement ceux du Transvaal on constate que malgré la proximité du théâtre d'opérations des possessions africaines des Allemands et la part active prise par les colonies anglaises de l'Afrique du Sud dans ces opérations, la production n'a pas moins sensiblement augmenté. En effet, elle atteint pour l'année 1915, 10.598.411 onces de fin ce qui constitue, par rapport à l'année précédente un gain de 789.471 et de 303.757 onces de fin par rapport à la production exceptionnelle de 1912.

Aux Etats-Unis, de même, la production de l'or est en progrès sensible en 1915, et se rapproche du niveau exceptionnel qu'elle avait atteint en 1909. Le Canada continue la progression commencée depuis plusieurs années, tandis qu'en Australie on enregistre une nouvelle diminution : la production y atteint à peine 2 millions d'onces, ce qui, comparé à l'année 1904, quand l'Australie figurait encore parmi les premiers pays producteurs du monde, constitue

une diminution de plus de la moitié (production australienne en 1907 : 4 1/2 millions d'onces).

La production mondiale en 1915 (1) fut de 23 millions 067.673 onces de fin. L'augmentation par rapport à 1914 est de 1.023.115 d'onces. Si on consulte les tableaux statistique de la production pour les vingt dernières années, 1895-1915, on constate que la production mondiale a passé de 18.290.576 onces en 1895 à 23.063.673 en 1915 ce qui représente un gain de 4.773.106 onces en 1915. Mais en comparant en même temps les chiffres de la production sud-africaine pour la même période — 5.494.473 en 1895 et 10 millions 103.938 en 1915 ; augmentation de 5.103.938 — on s'aperçoit que sans l'appoint de la production sud-africaine la production mondiale aurait subi une diminution de 530.832 onces de fin.

Avec l'année 1916 commence la pente descendante de la production de l'or. Pour 1916 c'est surtout la diminution très sensible de l'apport des Etats-Unis jointe à celle devenue normale de l'Australie qui a pesé sur le résultat global de l'année. La perte subie par la production des Etats-Unis peut-être évaluée à 400.000 onces et elle est due à des causes générales atteignant tous les Etats de l'Union et plus spécialement la Californie et le Névada. Comme explication il paraît qu'à part l'intervention de facteurs locaux, manque d'eau notamment, celui de la hausse du coût

1. *Com. fin. chronique.*, 26 février 1916.

de production semble avoir été décisif. La diminution de la production australienne est évaluée à 459.000 onces et est due aux causes déjà rappelées. Par contre, en Afrique, la production de l'or au Transvaal atteint un record et cela malgré la décroissance du nombre des ouvriers indigènes et le départ d'un contingent important d'ouvriers qualifiés soit pour rejoindre les troupes locales soit pour apporter leurs concours à la métropole sur les champs de bataille du Continent européen. Pour l'Afrique entière (Transvaal, Rhodesia, Afrique de l'ouest) la production globale de l'année s'élève à 10.811.359 onces de fin, ce qui constitue un gain de 212.948 sur 1915 et de 1 millions 002.419 onces par rapport à 1914. Ce chiffre pour l'Afrique égale presque celui de la production de tous les autres pays pris ensemble pour l'année 1916.

La production mondiale pour 1916(1) est de 22 millions 194.911 onces; le déclin par rapport à l'année précédente est de 630.104 onces.

En 1917 l'influence de la guerre sur la production de l'or se fait sentir plus fortement. L'entrée en guerre des Etats-Unis et l'obligation où se trouvait l'Angleterre de faire de plus en plus appel à ses Dominions pour l'aide en hommes ont pour résultat de soustraire à la production des contingents de plus en plus importants. La diminution de la production est géné-

1. *Com. fin. chronicle*, 3 mars 1917.

rale et sensible surtout aux Etats-Unis où les chiffres pour 1917 montrent un nouveau déclin de 400.000 onces : la production tombe à un niveau inférieur à celui des douze années précédentes.

Mais le fait le plus saillant de l'année c'est le déclin dans la production du Transvaal. Faut-il en chercher l'explication dans la décroissance accentuée du nombre des indigènes employés dans l'industrie de l'or ? A la fin de 1916 leur nombre était de 191.547 et alla en décroissant jusqu'en novembre 1917 quand il descendit à 169.083 pour remonter un peu à la fin de décembre. La diminution de la production est de 273.326 onces par rapport à l'année précédente. Pour toute l'Afrique du Sud la production de l'année est estimée à 10.315.000 onces, ce qui signifie une diminution de 398.101 onces par rapport à 1916 et de 283.411 par rapport à 1915. Au Canada, le déclin constaté en 1916 continue.

La production mondiale de 1917 (1) s'élève à 20 millions 722.965 onces ; le déclin par rapport à 1916 est de 1.364.792 onces et de 2.029.264 par rapport à 1915.

L'année 1918 marque une nouvelle diminution, plus sérieuse encore. Ainsi, aux Etats-Unis la production est inférieure de 738.067 onces à celle de 1917 et de 1.165.684 à la production de 1916 et en général à toutes les années remontant jusqu'en 1898. Une perte appréciable est constatée en Afrique. La production

1. *Commercial and fin. chr.*, 2 février 1918.

pour 1918 y est inférieure de 739.929 onces à celle de 1917 et de 1.071.077 à celle de 1916. La production canadienne pour l'année est inférieure à celle de toutes les autres années de la guerre.

La production mondiale en 1918 (1) est de 18.603.929 onces. Diminution par rapport aux années 1916 et 1917 respectivement de 3.291.567 et 1.887.247.

Cette diminution de la production qui eut son point de départ en 1916 fit que les propriétaires des mines commencèrent à s'agiter. Les propriétaires des mines des dominions britanniques, obligés de vendre toute leur production à la Banque d'Angleterre au taux immuable de 77 s. 9 d. l'once standard firent remarquer que seul leur produit n'avait pas bénéficié de la hausse générale des prix, hausse due à la dépréciation des instruments monétaires. Leurs doléances furent exposées par sir Lionel Philipp à l'Assemblée générale de la *Central Mining and Investigation Corporation* (2). Etant donnés les écarts de change entre Londres et les principales places neutres, les propriétaires des mines, soutenait leur porte-parole, auraient tout intérêt à pouvoir vendre librement leur production sur ces marchés neutres et à bénéficier des écarts du change. Faute de

1. *The C. F. Chr.* 5 juillet 1919

2. A. Raffalovich. Un grief des producteurs de l'or pendant la guerre *Journal des Economistes* 15 août 1918

pouvoir bénéficier de la vente sur marché libre et étant donné le renchérissement considérable du coût de production et un prix de vente constant exprimé en une monnaie dépréciée, il y avait un danger pour la production d'or de l'Empire. L'Institut des mines et de la métallurgie fit des représentations en ce sens auprès du Chancelier de l'Echiquier au printemps de l'année 1918, représentations suivies par une lettre adressée au Chancelier par le *Gold Production Committee* en juillet 1918. Dans cette lettre le comité faisait ressortir le danger qui menaçait les low-grade ores (mines au minerai pauvre) par le fait de la hausse du coût de production et demandait, qu'à l'instar de ce que l'on avait fait pour d'autres branches de la production, l'on vint en aide aux producteurs d'or en leur accordant des primes à la production, des dégrèvements d'impôts ou que l'on recourût à tout autre moyen capable d'empêcher que des producteurs d'or de plus de 7 millions de livres sterling par an fussent obligés de cesser le travail.

Un comité fut institué par le Chancelier de l'Echiquier pour étudier « les effets de la guerre sur la production d'or de l'empire britannique et spécialement le traitement à accorder aux low-grade ores et si les mesures à prendre éventuellement pour permettre la continuation de leur exploitation présenteraient un intérêt national. Quels seraient, en géné-

ral, les moyens propres à stimuler la production de l'or⁽¹⁾ ? » Le Comité fut institué en septembre 1918 sous la présidence de Lord Inchcape et composé de sir Thomas Elliot, sir Charles Addis et Mr. H. N. Goschen. Il ne tarda pas à faire connaître les conclusions auxquelles il était arrivé et qui furent les suivantes : la production de l'or n'a pas eu à souffrir de la guerre et la preuve est constituée par le fait que la production des quatre années de guerre était supérieure à celle des quatre années qui ont précédé la guerre. Que le déclin dans la production du Transvaal en 1917 était dû à des causes comme la rareté des matières explosives et la diminution du nombre des bras employés ; les suites de la guerre, la hausse du coût de production et le rendement moindre du travail n'ont fait qu'accélérer un processus tenant à des causes naturelles. Jusqu'à la date d'institution du Comité les low-grade ores n'ont eu en rien à souffrir de l'état de guerre et d'ailleurs, au seul point de vue de la production, leur abandon n'aura nullement pour effet, au moins pendant un certain nombre d'années, de réduire sensiblement la production globale. Le Comité conclut sur ce point qu'il n'y a aucun intérêt pour la nation que les low grade ores qui ne peuvent travailler avec profit fussent secourus. A la remarque contenue dans la lettre du *Gold*

1. *The Economist*. 4 janvier 1919 et *The Statist*. 19 oct. 1918 *The war and gold production*.

Production Committee sur l'intérêt qu'il y aurait d'accumuler une réserve importante d'or dans le pays, le Comité oppose l'affirmation que le seul moyen vraiment efficace pour la constitution de cette réserve était de faire des efforts en vue d'obtenir une balance commerciale favorable. Malgré qu'il soit essentiel de conserver un marché libre de l'or il n'est nullement recommandable de payer £ 4.10 s. pour une once d'or fin de la vendre £ 3, 17 s. 10 1/2 d.

En ce qui concerne les prétentions des producteurs d'or de pouvoir réaliser un gain considérable en vendant leur production sur les marchés neutres, le Comité fait remarquer qu'au moins pendant une grande partie de la guerre il leur aurait été impossible de trouver preneur sur ces marchés et qu'au fond la disposition qui rend obligatoire la vente de toute la production des mines à la Banque leur a été favorable. Mais, conclut le rapport du Comité, même s'il était vrai que les producteurs d'or ont eu à souffrir par suite de la guerre leur situation n'est aucunement exceptionnelle, elle est commune à une grande partie du peuple britannique qui, vivant de revenus fixes, a eu à souffrir de la perte du pouvoir d'achat de la monnaie à l'intérieur du pays.

Le Comité suggère le rejet des demandes faites par les intéressés. Le fait que le Gouvernement britannique entra dans les vues du Comité n'a rien de surprenant. En effet, apporter un changement

dans les statuts de la Banque d'Angleterre dans le sens d'élever le prix d'achat de l'or par celle-ci aurait signifié qu'on reconnaît officiellement la dépréciation de l'étalon monétaire. Et puis n'aurait-il pas été injuste de faire peser une nouvelle charge sur les épaules du contribuable, charge qui aurait résulté de la perte qu'aurait subie l'Hôtel des Monnaies en achetant des lingots à un prix supérieur à celui indiqué par les statuts, ou des primes à la production qu'on aurait accordées aux propriétaires des mines.

Le problème de la production de l'or s'étant posé aussi aux Etats-Unis, le secrétaire d'Etat à l'intérieur institua un comité pour étudier la question. Les conclusions auxquelles il arriva furent consignées dans un rapport qui a été publié ensuite (1). Elles peuvent être résumées ainsi. On constate un déclin dans la production de l'or, déclin qui a commencé en 1916. Le Comité l'attribue à la réduction des heures de travail, aux hauts salaires, dus à la guerre, au rendement moindre du travail, à l'augmentation générale du coût de production. Ces causes ont eu pour effet d'empêcher la formation de nouvelles entreprises et de réduire le nombre des entreprises existantes. Le Comité conclut néanmoins que le paiement d'une prime à la production ne paraît pas souhaitable. En échange il préconise une exonération des charges

1. Par le *Department of the Interior*. Washington, 1919.

que constituent les impôts sur les bénéfices institués pendant la guerre.

La paix conclue, les causes qui ont agi pendant les dernières années de la guerre vont continuer à exercer leur influence sur la production de l'or et une nouvelle diminution est constatée pour l'année 1919. La question de la production va se poser de nouveau pour les dominions britanniques. En avril 1919 c'est le gouvernement de l'Afrique du Sud qui s'adresse à la métropole pour obtenir une prime à la production mais sans résultat. En mai le président de la Chambre des Mines du Transvaal s'adresse au gouvernement local et insiste que celui-ci intervienne auprès du ministre des Mines à Londres pour obtenir qu'on supprime le monopole d'achat de la Banque d'Angleterre. Ils ne devaient obtenir satisfaction que plus tard.

Entre temps les producteurs d'or d'Australie avaient obtenu, à titre d'essai, la permission de vendre leur production librement pour voir si vraiment il leur sera possible d'obtenir un prix supérieur à celui offert par la Banque d'Angleterre. De mars à juillet, 209.676 onces d'or furent vendues au cours de 95 s.9 d. notamment à Hong-Kong et à Shangaï (1). C'est à la suite de cette expérience que les producteurs d'or de l'Afrique du Sud et des Indes obtinrent

1. Findlay Shirras, art. cité, t.IV, *Fluctuations in the commercial price of gold.*

satisfaction et la faculté leur fut accordée de vendre leur production sur le marché libre. En juillet 50.000 onces d'or fin furent vendues à New-York au taux de 85 s. 6 d. l'once standard. Vers la fin de septembre le premier chargement d'or fut expédié à destination de Londres et vendu 99 s. l'once d'or fin, (Les acheteurs furent les Etats-Unis, les Indes anglaises et le Continent.)

Malgré cette mesure la production ne fut point stimulée. En effet, la production approximative de l'Afrique pour 1919 fut de 9.353.723 onces d'or fin ou une diminution de 188.301 onces par rapport à l'année précédente et de 1.028.246 par rapport à 1917. La production aux Etats-Unis montre aussi un fléchissement sensible. Le seul parmi les principaux pays producteurs qui marque un progrès sur les années précédentes c'est le Canada.

La production mondiale pour l'année 1919 (1) fut approximativement de 17.663.736 onces d'or fin.

La production mondiale pour toute la durée de la guerre monte à 122.561.352 onces d'or fin.

Sa valeur, en livres sterling, évaluée année par année est :

1914.	92	millions £
1915.	98	—
1916.	97	—
1917.	88	—
1918.	79	—
1919.	79	—

1. *The commercial and fin. chr.*, 15 mai 1920.

CHAPITRE IV

Les mouvements de l'or pendant et après la guerre

Les déplacements du métal jaune pendant la guerre pourraient être caractérisés de la manière suivante : il y eut d'abord, à l'intérieur de chaque pays belligérant, un mouvement de concentration dans les caves des instituts d'émission de l'or se trouvant en circulation ou dans les réserves des banques de dépôts ; un second mouvement de concentration eut lieu entre les pays de l'Entente, mouvement qui porta une partie de l'or des pays économiquement moins favorisés (Russie, France, Italie) vers l'Angleterre pour être, de là, transporté vers les fournisseurs de matières premières, d'objets fabriqués et de crédits, les Etats-Unis de l'Amérique principalement. De ce centre le processus de déplacement va continuer et portera l'or plus loin encore des lieux de sa provenance, vers l'Amérique du Sud et surtout vers l'Extrême-Orient.

Nous ne reviendrons plus sur le premier mouvement de concentration en ayant déjà dit quelques mots au chapitre que nous avons consacré aux encaisses or des principales banques d'émission.

Quelle fut la raison du second mouvement de concentration ?

Le processus qui bouleversera les balances commerciales des belligérants les rendant débitrices des neutres et dépréciant leur change n'opérera pas simultanément ni avec la même force pour tous. Il y eut, à ce point de vue aussi, une inégalité qui, commencée très tôt, alla en s'accroissant de plus en plus. Pour les pays de l'Entente la Russie fut la première à en souffrir. Coupée de ses débouchés occidentaux pour l'écoulement de sa production agricole et de son pétrole par la fermeture des détroits de la mer Noire et l'insécurité de la Baltique, chargée d'une dette extérieure qui lui pesait lourdement et obligée à des importations considérables de munitions et d'équipements pour son armée, sa balance des comptes devint vite déficitaire et le rouble enregistra une perte sensible sur tous les marchés de l'Occident mais surtout à Londres. Elle eut donc, très tôt, à s'occuper de l'amélioration et de la stabilisation de son change. Ceci à une époque où la livre sterling faisait prime sur la plupart des places neutres. Ayant d'importants achats à effectuer à Londres et des paiements pour le service de la dette placée en Angleterre,

la Russie devait se préoccuper d'abord et surtout d'améliorer son change à Londres en s'y procurant des moyens de règlement. C'est en vue de cela qu'elle négocia à Londres une ouverture de crédit qui fut la première opération pendant la guerre où l'or est intervenu. C'est sur le modèle de celle-ci que des opérations ultérieures vont se calquer. Les négociations pour l'ouverture de ce crédit aboutissent à un accord (1) : « Le gouvernement de sa Majesté, en considération de l'envoi de £ 8.000.000 en or de Russie à Londres, envoi qui a eu lieu il y a quelques semaines est tombé d'accord avec le gouvernement russe et s'est engagé à obtenir de la Banque d'Angleterre que cette dernière escompte, sous la garantie du gouvernement de sa Majesté, des bons du Trésor russe pour un supplément de £ 12.000.000 au même taux que celui auquel le gouvernement anglais lui-même a pu emprunter.

« Par cet arrangement le gouvernement russe obtient des fonds en Angleterre jusqu'à concurrence de £ 20.000.000. De ces fonds £ 8.000.000 devront être employées à fournir du change au commerce anglo-russe tant pour des transactions nouvelles que pour le paiement de dettes déjà existantes.

« Le crédit de £ 12.000.000 sera employé à payer les coupons de la dette extérieure russe et les intérêts des autres obligations du gouvernement russe qui

1. *The Economist : Russia and the war*, 19 décembre 1914.

sont payables à Londres et pour financer des achats du gouvernement russe dans le Royaume-Uni. Il ne sera pas employé à financer des achats faits en dehors du Royaume-Uni, à l'exception des cas où, après consultation du gouvernement de sa Majesté, le marché britannique ne serait pas en état de fournir un article demandé et que des commandes devront être effectuées aux Etats-Unis ou au Canada.»

Le crédit de 20 millions de livres sterling ayant été épuisé, deux nouveaux accords furent conclus entre les deux gouvernements. Par le premier, le gouvernement russe s'engageait à envoyer en Angleterre 40 millions de livres sterling et 20 millions de livres par le second. Ces envois furent faits en partie au Japon et en partie au Canada. En échange, le gouvernement russe pouvait disposer à Londres de crédits jusqu'à concurrence de 450 millions de livres sterling. Le dernier envoi d'or russe — 20 millions de livres sterling — eut lieu en février 1917 peu de temps avant l'avènement du régime bolcheviste (1).

La France suivit la Russie. Le franc français qui avait fait prime sur presque tous les marchés au commencement de la guerre commença à connaître une période critique déjà dans le premier semestre de 1915.

Non seulement il enregistrait des pertes par rap-

1. W. J. Novitzky, *Disposition of Russian gold*. New-York Times, 4 juillet 1920.

port aux devises neutres mais aussi par rapport à la livre sterling, pertes qui étaient de 1,14 o/o fin avril, de 7,55 o/o fin juin et 9,15 o/o fin octobre 1915 par rapport à cette dernière. Il est vrai que les pertes faites aux mêmes dates pour les devises neutres étaient plus considérables : Pour le dollar elles étaient de 2,85 o/o fin avril, 10,08 o/o fin juin et 14,42 o/o fin octobre 1915. Le change espagnol gagnait 5,70 o/o fin avril, 3,70 o/o fin juin, 10,80 o/o fin octobre de la même année. Etant donnée l'importance des importations que la France faisait d'Angleterre, — notamment en charbon et munitions — la perte sur la livre sterling était la plus sensible. La balance commerciale de la France avec l'Angleterre de créditrice qu'elle était est devenue débitrice de presque 2 milliards de francs pour l'année 1915. Le problème des changes se posa alors avec force. Comment allait-on se procurer des remises sur l'étranger nécessaires aux paiements considérables qu'on avait à faire? Une période — courte d'ailleurs — d'hésitation et de discussions s'ouvrit.

L'or circulant dans le pays avait déjà commencé à prendre la route de l'étranger pour compte privé. Dès le mois d'avril 1915 la Banque de France elle-même s'était décidée à sortir de l'or à destination de l'Angleterre, de l'Amérique et de l'Espagne pour plus de 160 millions de francs (J. Décamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*. Nous

lui empruntons la plupart des données de cette première partie du chapitre.) Mais ces envois faits au petit bonheur ne devaient pas avoir de résultats appréciables quant à l'ensemble de la situation. On se rendait compte que si l'on voulait agir efficacement sur les changes étrangers il fallait procéder avec méthode. Tout le monde était d'accord qu'il fallait envoyer des sommes importantes d'or à l'étranger. La discussion portait d'abord sur l'importance de ces envois et ensuite sur la direction à leur donner. Fallait-il renoncer à la préoccupation de garder jalousement une forte couverture aux émissions de la Banque de France et se préoccuper surtout de la question des changes? Des compétences, et non des moindres, opinaient pour l'adoption de cette dernière méthode. M. Ch. Gide (1), dans une conférence sur l'or et le change, alla jusqu'à dire que « si on « prenait sur l'encaisse de la Banque quelques mil-
« liards pour solder nos achats cela améliorerait beau-
« coup le change sans porter préjudice au billet de
« banque... car, en somme, la valeur du billet de
« banque ne repose pas sur l'or, sur un métal qu'il
« faudrait voir et toucher. Non, le public ne demande
« pas comme l'incrédule disciple Thomas à toucher
« pour croire, il croit sans toucher. » On enverrait l'or là où l'exigerait la situation du change. La préoccupation de l'encaisse passerait sur le second

1. Ch. Gide, *L'or et le change* (*Revue d'Economie politique*, 1916).

plan quant à la couverture des billets émis ou à émettre. En somme, l'encaisse or de la Banque de France constituant un « trésor de guerre » son meilleur emploi serait justement celui qui consisterait à défendre, au dehors, la valeur de la monnaie nationale. Le courant d'opinion contraire faisait remarquer qu'à vouloir payer en or les achats à faire, étant donné l'énorme déficit de la balance commerciale, on risquerait fort d'épuiser très vite l'encaisse de la Banque sans apporter une solution durable au problème des changes. La crise des changes devait sûrement être de longue durée et on ne pouvait pas songer à épuiser l'encaisse par des envois immodérés et d'enlever toute assise métallique à l'énorme émission fiduciaire. Il fallait réduire les envois au minimum possible. Ensuite et surtout il fallait faire de chaque envoi de métal jaune la condition d'une ouverture de crédit. Autrement dit, on devait s'assurer de capter les dispositions favorables au crédit qui sont normalement, le résultat d'un envoi d'or sur un marché financier. Quant à la direction à donner à ces envois le choix entre leur concentration et leur dispersion s'imposait. La politique à laquelle s'était arrêtée la Banque de France et qui consistait à modérer les sorties d'or et à lier tout envoi à une ouverture de crédit, devait l'amener logiquement à converger ces envois vers une ou deux places importantes. Si elle arrêta son choix non sur New-York

mais sur Londres ce fut parce que cette dernière place offrait l'avantage de pouvoir se prêter à la conclusion d'accords de gouvernement à gouvernement et aussi à cause de la parfaite organisation de son marché monétaire.

Le premier accord fut conclu le 20 avril 1915 entre les ministres de France et de Grande-Bretagne. La France se décidait à vendre à l'Angleterre 500 millions de francs en or contre un crédit en livres sterling de 1.550 millions de francs. Des accords ultérieurs ont eu lieu dans les mêmes conditions. La France a vendu à l'Angleterre 775 millions de francs en or.

Mais le système des ventes de métal jaune n'a fonctionné que pendant une année. En avril 1916 un accord d'une nature différente fut conclu. La Banque de France prêtait à la Banque d'Angleterre ou à la Trésorerie britannique de l'or. En échange ces derniers ouvraient des crédits au Trésor français. On réalisait ces crédits en faisant escompter à la Banque d'Angleterre des bons du Trésor français. Les bons sont renouvelables pendant la durée de la guerre. L'or envoyé ne devait servir que de gage à ces ouvertures de crédit et devait retourner à la Banque de France dès que ces crédits auraient été remboursés (1).

1. « Une rentrée de 59 millions a eu lieu au mois de février 1919 à la suite du remboursement par l'Etat français de 7 millions de livres sterling de crédits. » (*L'Economiste français*, Samedi 10 avril 1920.)

« Entre le mois d'avril 1916 et le mois d'avril 1917 £ 77.000.000 d'or ont été mis à la disposition du marché britannique. Le total de l'or envoyé à l'Angleterre à titre de vente ou de prêts s'élève à 2.870 millions de francs et le change obtenu en contre-partie, ou en considération de ces envois, à près de 9 milliards de francs (Décamps, *loc. cit.* p.28).

Cette concentration de l'or des alliés à Londres présentait des avantages considérables. Elle n'était d'ailleurs que la transposition sur le plan interallié d'un processus qui a opéré à l'intérieur de chaque pays en guerre. A la fin de l'année 1915, quand l'Angleterre cessa de disperser ses envois d'or et adopta la méthode de leur concentration vers les Etats-Unis afin d'y créer et stimuler des conditions favorables à l'ouverture de crédits, ce stock d'or des alliés lui servira d'appoint.

C'est ce qui est arrivé vers la fin de l'année 1915. Etant donnée l'importance capitale du marché américain pour la fourniture de matières premières et de munitions, l'Angleterre devait se soucier d'empêcher la trop grande dépréciation de la livre sterling sur ce marché. Des sorties importantes d'or pour compte privé avaient eu lieu. Se décidant à concentrer ces envois et à prendre en main le contrôle de toute sortie la Banque d'Angleterre va se montrer hostile à toute sortie pour compte privé. Le change dollars faisait prime sur le marché de Lon-

dres déjà fin avril 1915, prime légère d'ailleurs : 1,54 o/o mais qui allait en s'accroissant : 2 o/o fin juin et 5 o/o fin octobre. Les envois d'or par la banque d'Angleterre aux Etats-Unis vont être accélérés. Le tableau suivant qui rend compte des entrées et sorties d'or aux Etats-Unis pour les sept premiers mois de 1914 et 1915 fait sentir l'importance des envois britanniques (1) :

IMPORTATIONS (or)

PAYS	Les premiers sept mois de	
	1914	1915
	\$	\$
France.....	105.350	11.519.314
Allemagne.....	4.039	»
Angleterre.....	92.081	1.957.182
Canada.....	25.395.407	107.917.567
Amérique centrale.....	1.258.237	1.808.809
Mexique.....	3.158.130	4.500.083
Les Indes occidentales.....	435.472	1.090.788
Amérique du Sud.....	2.801.693	8.605.503
Chine.....	»	5.823.243
Japon.....	387.616	12.584.991
Australie et Tasmanie.....	327.514	2.276.273
Autres pays.....	169.095	4.103.621
Total....	34.135.137	162.187.374

1. Publié par le *Departement of Commerce* de Washington et reproduit par *The Economist*, 30 octobre 1915.

EXPORTATIONS (OR)

PAYS	Les premiers sept mois de	
	1914	1915
France.....	84.622.540	»
Allemagne.....	1.018.913	»
Angleterre.....	27.038.616	»
Canada.....	1.836.821	384.781
Indes occidentales.....	846.158	8.520.850
Autres pays A. N.....	1.703.565	110 341
Amérique du Sud.....	571.492	678 790
Chine.....	»	»
Indes anglaises.....	»	»
Hong-Kong.....	20.655	23.200
Autres Pays.....	4.135	56.200
Total.....	117.643.959	9.774.262

Le chiffre de 110 millions de dollars représente la part de l'or anglais sur le total de 162 millions d'or entrés aux Etats-Unis dans les sept premiers mois de 1915. Cette part serait plus considérable encore si le tableau portait sur les entrées des mois suivants car c'est justement à partir de ce mois de juillet 1915 que les envois d'or anglais deviennent plus actifs. « Les envois de l'Angleterre et de ses colonies « représentent un peu plus de 80 o/o des importa- « tions en 1915, 95 o/o de celles de 1916 et presque « toutes les entrées du premier trimestre de « 1917 (1). »

Les entrées et les sorties d'or des Etats-Unis pour la période 1914-1917 sont (2) :

1. J. Décamps, *l'Or et les règlements internationaux*, p. 31.

2. *Federal Reserve bulletin*, 1^{er} janvier 1918, p. 10.

En millions de dollars

	Import.	Export.	Solde
1 ^{er} août-31 décembre 1914	23.259	104.972	— 81.719
1 ^{er} janv.-31 décembre 1915	459.955	31.426	+ 429.529
1 ^{er} janv.-31 décembre 1916	685.745	155.793	+ 529.952
1 ^{er} janv.-31 décembre 1917	553.713	372.171	+ 181.102

Malgré les entrées considérables de métal jaune — surtout en 1916 — l'effet escompté par l'Angleterre ne se produisit que lentement : le marché des capitaux aux Etats-Unis ne manifesta pas tout de suite une tendance accentuée à l'ouverture de crédits. Ce fait s'explique par deux séries de causes : d'abord la réforme du système bancaire américain qui entra en vigueur en 1915 et qui donnait une base métallique or aux émissions des Federal Reserve Banks nouvellement créées augmenta considérablement le pouvoir d'absorption de l'or des Etats-Unis. Ensuite, le marché des capitaux n'était nullement préparé aux opérations de crédit international. Néanmoins, vu l'abondance des entrées d'or en 1916, le taux d'intérêt pour les dépôts à vue tomba à 2 1/2 pour cent. Les ouvertures de crédit que les alliés voulaient provoquer devinrent une nécessité pour le marché américain des capitaux.

Le total des avances obtenues par les Alliés depuis le début de la guerre jusqu'à l'entrée des Etats-Unis au rang des belligérants approche la somme de 2.500 millions de dollars.

* * *

A côté de ces concentrations progressives il y eût des mouvements du métal jaune dont ont bénéficié les neutres d'Europe et d'outre-mer. Des envois directs sur les différentes places neutres d'Europe ont été faits par l'Angleterre surtout : en Scandinavie, en Espagne, en Hollande. Ces envois considérables pour les marchés destinataires ont même produit un effet qui a vivement frappé les imaginations. La Suède a pris l'initiative de mettre des obstacles à l'entrée de l'or. Ces mesures retentissantes sont contenues dans une loi votée le 8 février 1916 par le Riksdag suédois (1). « Si par suite des circonstances extraordinaires amenées par la guerre il est trouvé nécessaire, le Roi peut, sur la proposition du directeur de la Banque de Suède et après avis de la Commission de la dette publique, a) libérer, pour un délai fixé, la Banque de Suède de l'obligation qui lui est imposée par l'article 10 de la loi sur la Banque du 12 mai 1897, d'acheter l'or qui a été déposé à son compte à la Monnaie ; b) et déclarer inapplicable pour le même délai l'article 9 de la loi du monnayage du 30 mai 1871 qui dispose que toute personne peut faire frapper des pièces d'or à la Monnaie. » Ces dispositions tendant à suspendre la libre

1. *The Economist*, 26 février 1916. *The Swedish gold law*, et 1^{er} avril 1916 : *The Scandinavian gold Problem*.

frappe de l'or et l'obligation pour la Banque d'acheter l'or à un taux déterminé par la loi ne constituaient nullement, comme on l'a prétendu, le premier pas vers l'abandon de l'or comme base du système monétaire suédois, ni une tentative de prohiber l'entrée du métal jaune. Elles s'expliquent par des raisons toutes contingentes de politique opportuniste. Le prix d'achat imposé à la Banque par la loi du 12 mai 1897 était de 2.473 kronors 80 øre le kilogramme d'or (frais de monnayage déduits). Or, l'on pouvait obtenir sur le marché la même quantité de métal jaune pour 2.200 kronors. La tentation était donc grande pour la Banque de renoncer à payer un prix si sensiblement désavantageux pour elle et de profiter des entrées abondantes d'or pour l'acquérir à son prix commercial. Par cela même elle servait au mieux les intérêts économiques de la Suède, en réduisant au minimum l'avantage qu'avaient les acheteurs étrangers de produits suédois à payer en or et les incitant à envoyer des produits alimentaires et des matières premières dont la Suède avait un besoin pressant. A part ces considérations la crainte de l'inflation monétaire exagérée ne fut pas étrangère aux dispositions législatives qui trouvèrent écho au Danemark et en Norvège. Il paraît que le but visé : attraction de produits étrangers aux dépens de l'or, n'a pas été atteint pleinement et la preuve se trouve dans l'augmentation

continuelle de l'encaisse or des instituts scandinaves d'émission.

Si ces dispositions législatives des pays scandinaves n'ont pas trouvé d'imitateurs elles ont néanmoins suggéré à la Banque d'Espagne la mesure qui consista à profiter de l'afflux considérable de l'or des belligérants pour l'acheter à un prix inférieur au pair. Ainsi le dollar américain subissait une perte qui atteignit à certains moments 8 1/2 0/0 et la livre sterling 2 1/2 0/0.

* * *

Ainsi, cette courte analyse des mouvements du métal jaune pendant la guerre nous a fait voir un courant d'or prenant sa naissance en Angleterre et se dirigeant principalement vers les Etats-Unis d'Amérique non sans avoir touché sensiblement les neutres d'Europe.

Que va devenir le stock de métal jaune apporté par ce courant, tant aux Etats-Unis que chez les neutres d'Europe. Aura-t-il la tendance de s'immobiliser, reviendra-t-il aux pays d'où il est parti, ou continuera-t-il sa pérégrination et, dans ce dernier cas, vers quelle direction ?

En comparant les chiffres des entrées et des sorties d'or aux Etats-Unis pour 1916 et 1917, on constate déjà une diminution sensible des entrées pour 1917

par rapport à 1916 et une augmentation considérable des sorties (372,2 millions de dollars en 1917 et 155,8 millions en 1916). A quoi cette augmentation est-elle due ? D'abord, une partie de l'or provenant d'Angleterre s'en va payer des achats effectués pour le compte d'Américains aux Indes anglaises, au Japon et en Espagne. Mais il paraît bien, comme le fait remarquer M. Décamps (ouvrage cité p. 35 et suivantes) « que pour la plus grosse part ces exportations américaines d'or ont résulté d'opérations « de change triangulaire entreprises pour faciliter « les règlements de l'Angleterre et de la France, « au Japon, en Amérique du Sud, dans les Indes « occidentales et en Espagne... L'entrée en guerre « des Etats-Unis leur a imprimé un nouveau développement. Dans le semestre qui a suivi la rupture avec l'Allemagne, c'est-à-dire dans la période « août-septembre 1917, les sorties d'or d'Amérique « ont atteint 287.500.000 dollars, principalement à « destination du Japon et de l'Espagne.

C'était prévu : « les facilités que procuraient aux « alliés les crédits ouverts par les Etats-Unis rendaient ces arbitrages plus fructueux ; il était donc « naturel que les intermédiaires fussent davantage « tentés d'en profiter (p. 36).

Ces sorties menaçant d'entamer sérieusement le stock d'or accumulé on se décida à prononcer l'embargo sur l'exportation de l'or (7 sept. 1917). Il ne

devait être levé que le 9 juin 1919. Les chiffres que publie le *Department of commerce* pour les entrées et sorties d'or en 1918 montrent bien que la mesure a été efficace. S'il n'est entré, pendant toute l'année, que pour 62 millions de dollars en or, le chiffre des sorties dépasse à peine 41 millions de dollars.

Depuis 1915 jusqu'en 1919 la balance des entrées et des sorties d'or n'a cessé d'être favorable aux Etats-Unis. La situation change brusquement en 1919 quand les sorties dépassent de 291,7 millions de dollars les entrées (Entrées d'or en 1919 : 76,5 millions de dollars ; sorties : 368,2 millions) (1). Mais ces chiffres ne rendent pas compte des 173,4 millions de dollars en or acquis par les Federal Reserve Banks en 1919 de la U. S. Grain corporation et déposés à la Banque d'Angleterre, 42 millions de dollars ayant été vendus, il restait à la Banque d'Angleterre, en décembre 1919, 131,3 millions. Ils figurent bien dans les bilans des Federal Reserve Banks avec la mention or à l'étranger mais pas dans les tableaux d'entrées d'or aux Etats-Unis. Si l'on en tient compte l'écart entre les entrées et les sorties d'or pour 1919 n'est plus que de 160,4 millions de dollars. Même réduit à ce chiffre l'écart reste considérable. D'où provient-t-il ? Vers quel pays l'or américain se dirige-t-il ?

Le tableau ci-dessous que nous empruntons à une

1. *Federal Reserve bulletin*, 1^{er} février 1920.

étude faite d'après des renseignements communiqués par le Guaranty Trust Co of New-York au *Monde économique* (1) montre en même temps que l'intensité des sorties de métal jaune, leur direction.

Exportations nettes d'or des Etats-Unis en 1919 (En millions de dollars) ;

Japon	98.1
Argentine	56.6
Chine	39.1
Indes anglaises	38.5
Hong-Kong	30.0
Espagne	29.8
Venezuela	11.6
Uruguay	9.2

A part l'Espagne, ce sont les pays de l'Extrême-Orient et de l'Amérique du Sud qui bénéficient de ce large efflux de métal jaune. En consultant les données statistiques du commerce international des Etats-Unis pour 1919 on constate que la balance commerciale penche en faveur de ces pays.

En millions de dollars

	Excès d'importations	Excès d'exportations
Année entière :	—	—
Japon	43.5	»
Argentine	43.2	»
Chine	48.6	»

1. *Monde économique*, 1^{er} mai 1920.

Indes anglaises	240.6	»
Espagne.		53.5
Onze premiers mois :		
Hong-Kong		2.0
Venezuela.	16.4	»
Uruguay	18.8	»

Le dollar subissant une perte par rapport aux monnaies de l'Amérique du Sud et des pays d'Extrême-Orient et les envois d'or étant rendus difficiles par l'existence de l'embargo, dès que ce dernier fut levé — le 9 juin 1919 — des sorties importantes de métal jaune devaient avoir lieu soit pour régler des dettes contractées par l'Amérique pour le compte des Alliés (en Espagne notamment) soit pour payer les importations de matières premières en Amérique (des Indes anglaises principalement).

Ces larges exportations d'or n'ont pas été sans alarmer les milieux financiers des Etats-Unis. Une déflation monétaire est, certainement, chose désirable, encore faut-il qu'elle se fasse lentement. Les sorties d'or trop brusques et en trop grande quantité risquent de produire des secousses violentes dans l'édifice du crédit échafaudé pendant la guerre. Le fait que c'est vers les pays d'Extrême-Orient que l'or s'écoule ne fait qu'accroître le danger d'abord parce que le pouvoir d'absorption de l'or y est illimité et il risque d'y être immobilisé pour trop longtemps. Ensuite, étant donné le système bancaire rudimentaire des pays extrême-orientaux, l'or qui y

entre ne peut qu'imparfaitement créer une aisance monétaire propice aux opérations de crédit. Comme il est probable que la balance commerciale de ces pays leur sera encore très longtemps favorable, une longue possibilité de sorties des métaux précieux est ouverte. Devant ce danger on a commencé aux Etats-Unis — en 1919 — à discuter l'opportunité d'un nouvel embargo sur les sorties d'or. Une proposition a été faite de défendre les sorties d'or monnayé et de ne permettre que celle de l'or brut et seulement après licence. Ce serait, disent les promoteurs de cette réforme, un moyen de venir en aide aux producteurs américains de l'or. En interdisant les sorties d'or monnayé l'or nouvellement produit pourra bénéficier d'une prime à l'étranger car il fournira à lui seul toute la matière exportable. C'est certain que l'embargo sur les sorties d'or monnayé aura pour résultat de déprécier le dollar en Extrême-Orient mais cette dépréciation est à désirer car elle opérerait comme un frein à l'importation.

Les adversaires de tout embargo font remarquer qu'il ne faut rien entreprendre qui puisse porter atteinte à la situation exceptionnelle acquise par le dollar pendant la guerre. Si New-York veut assumer la tâche de centre financier du monde, le maintien d'un marché libre de l'or s'impose.

Aucune mesure n'a été prise qui puisse constituer une atteinte au marché libre de l'or à New-York.

D'ailleurs dans les mouvements d'entrée et de sortie du métal jaune pour l'année 1920 les éléments d'un changement favorable à la balance des Etats-Unis sont discernables déjà dans les premiers 6 mois de l'année (1). L'écart entre le chiffre des exportations et importations d'or pour les 7 premiers mois de 1920 est moindre que celui pour la même période en 1919 (73.020 millions de dollars pour 1920 et 99.389 millions pour 1919).

Importations et exportations d'or aux Etats-Unis (2)

(En millions de dollars)

		Import.	Export.	Excès	
				Imp.	Export.
Les 7 premiers mois de 1920.	144.269	217.289	—	73.020	
—	1919.	52.293	151.682	—	99.389
—	1918.	52.721	28.703	24.018	—
Année entière	1919.	76.534	368.185	—	291.651
—	1818.	62.043	41.070	20.973	—

Cette amélioration de la balance en faveur des Etats-Unis est encore plus sensible si l'on suit les entrées et les sorties d'or à partir du mois de mars.

Année 1920

	Import.	Export.	Excès	
			Import.	Export.
Mars.....	16.985	47.050	—	30.075
Avril.....	48.522	44.645	3.877	—
Mai.....	15.688	7.562	8.126	—
Juin.....	26.765	5.320	21.445	—
Juillet.....	19.818	21.872	—	2.055

1. *The Statist. U. S. Gold situation*, 20 octobre 1920.

2. *The Statist.* 2 oct. 1920.

Le mois d'avril 1920 marque un changement décisif — en faveur des Etats-Unis — de la balance des entrées et des sorties d'or. Le résultat au 31 octobre 1920 est le suivant : les entrées de métal jaune pendant les dix premiers mois de l'année montent à 315.500.000 dollars et les sorties à 285.500.000. Les entrées dépassent donc les sorties de 30 millions de dollars (1). Il a été envoyé de l'or en Argentine pour 20 millions de dollars, pour 69 millions au Japon, 29 au Hong-Kong, 28 en Chine, 17 au Mexique. La contribution de l'Angleterre aux entrées est de 205.300.000 dollars (2). Les prévisions pesimistes faites en 1919 ne se sont donc pas réalisées. Le stock considérable d'or accumulé pendant la guerre aux Etats-Unis n'a pas été sensiblement entamé. Les sorties importantes qui ont eu lieu en 1919 furent dues à la levée de l'embargo, à la dépréciation du dollar sur les marchés sud-américains et extrême-orientaux et à la crainte que le marché libre de l'or à New-York ne saurait être maintenu pendant longtemps. En 1920 la situation des Etats-Unis quant à leur balance commerciale vis-à-vis des pays de l'Amérique du Sud et de l'Extrême-Orient changea. Le dollar atteignit le pair des monnaies sud-américaines et le dépassa même. Si l'or américain continue néanmoins à être envoyé au Japon par exemple, ce n'est

1. *Financial America*, 22 nov. 1920.

2. *Fin. America*, 22 nov. 1920.

plus pour équilibrer une balance commerciale défavorable aux Etats-Unis, mais parce que la crise industrielle et bancaire au Japon oblige ce dernier pays à rapatrier en or, les dépôts qu'il avait accumulés antérieurement sur les places des Etats-Unis de l'Amérique du Nord. Même les Indes anglaises, qui pourtant bénéficient normalement d'une balance commerciale favorable, ont vu — à cause même du cours très haut de leurs changes en 1919 — cette balance fléchir et ce fléchissement amener une baisse de leur change en septembre 1920, baisse qui a suscité un mouvement de sortie de l'or hindou vers l'Angleterre surtout, les Etats-Unis et le Japon (1).

L'Argentine qui en 1919 avait reçu des Etats-Unis 43.2 millions de dollars en or n'en reçoit plus que 20 millions dans les dix premiers mois de 1920. Et encore ne faut-il pas prendre ce chiffre de 20 millions de dollars pour ce qu'il n'est pas c'est-à-dire pour un envoi destiné à parfaire l'équilibre d'une balance déficitaire des Etats-Unis par rapport à l'Argentine. Ces envois sont dus exclusivement à des opérations d'arbitrage le taux du tirage à vue de New-York sur Buenos-Aires étant inférieur au taux de conversion légal en Argentine des piastres contre les dollars (2).

1. *Commercial and financial chronicle*, 1920.

2. Léon Polier, *Le mouvement de l'or et son drainage par l'Argentine*. (*L'Europe nouvelle*), 24 avril 1920. L'auteur n'accepte pas cette explication des envois d'or américain vers l'Argentine.

En effet, déjà en mai 1920 la balance commerciale entre l'Argentine et les Etats-Unis avait tourné en faveur de ces derniers et l'or qui avait été amassé à l'ambassade de l'Argentine à Washington — en vertu d'un accord intervenu en janvier 1918 entre le gouvernement des Etats-Unis et celui de l'Argentine — (1) passait au compte des banques nord-américaines. Le 7 juillet 1920, 43.820.000 dollars ayant subi ce sort et le stock d'or détenu par l'ambassade de l'Argentine à Washington courant le risque d'être épuisé, le 17 juillet le ministre des Finances de l'Argentine donna l'ordre à la Banque Nationale de ne plus accepter des dépôts donnant le droit de retirer de l'or de l'Ambassade, ces dépôts équivalant à des exportations d'or de l'Argentine (2). Le résultat de cette mesure se fit sentir immédiatement : le change sur New-York monta de 107 à 113 1/2 (10 0/0 de prime). Le change dollar montant continuellement, le 28 août 1920 la mesure prise par le Ministre des Finances le 17 juillet fut rappelée. Mais pour empêcher que l'or détenu par l'Ambassade ne soit retiré à la suite d'opérations d'arbitrage de change la Banque Nationale argentine ne recevra de dépôts et ne délivrera de bons donnant droit à retirer de l'or à l'Ambassade que pour le paiement d'achat de marchandises effectués aux Etats-Unis. Cette mesure se montrant inefficace pour

1. *Federal Reserve Bulletin*, 1^{er} février 1918.

2. *Com. and fin chronicle*, 21 juillet 1920.

arrêter la hausse du dollar américain une commission parlementaire fut instituée pour étudier le problème des changes (septembre 1920). Elle se prononça à l'unanimité pour l'abrogation de la loi d'août 1914 qui défendit l'exportation de l'or. Cette loi fut abrogée en septembre 1920. Des envois d'or d'Argentine aux Etats-Unis son donc probables.

Le changement favorable qui a eu lieu dans la balance des importations et exportations d'or en 1920 ne tient pas seulement à la diminution des exportations mais aussi à une augmentation des importations due aux envois d'or faits par l'Angleterre et la France en vue du remboursement de l'emprunt conjoint franco-anglais à l'échéance du 15 octobre 1920.

La situation des neutres d'Europe est analogue, quant aux sorties de métal jaune, à celle qu'ont connue les Etats-Unis en 1919.

La cessation des hostilités a trouvé les pays neutres d'Europe devant la situation suivante : une pénurie très accentuée de produits alimentaires et de matières premières nécessaires à leurs industries. Leur premier soin fut de s'approvisionner largement et le seul marché capable de les y aider étant celui des Etats-Unis, un flot de produits américains prit la direction vers les neutres d'Europe. Leur balance commerciale devint défavorable et le dollar enregistra une prime, sur les devises scandinaves sur-

tout. Une tendance de sortie de l'or vers les Etats-Unis prit naissance ; pour défendre son encaisse contre des demandes d'or qui risquaient de devenir trop fréquentes, la Banque de Suède obtint qu'on instituât le cours forcé de ses billets. Ce n'est plus le billet de la Banque de Suède qui fait prime mais l'or dont le prix sur le marché est supérieur à celui fixé par la loi du 12 mai 1897 (2.440 kronors le kg.).

Le même phénomène s'est produit en Hollande où l'institut d'émission se sépare difficilement de son or et exige une forte prime pour le peu d'or qu'il laisse sortir de ses caves.

Il paraît donc bien qu'à l'exception de l'Angleterre — et encore celle-ci seulement pour le contingent d'or nouvellement produit par les mines de l'Europe — tous les autres pays d'Europe n'ont nullement l'intention de se séparer de l'or qu'ils ont accumulé pendant la guerre. Bien au contraire, on garde l'or plus jalousement que jamais et on fait tous les sacrifices pour s'en procurer sur le marché des lingots, à Londres. Quant au retour à la libre circulation internationale de l'or, il paraît un *desideratum* dont la réalisation n'est que trop lointaine.

CHAPITRE V

La prime de l'or pendant et après la guerre

L'institution du cours forcé des billets de banque dans la plupart des pays belligérants devait avoir pour résultat de provoquer la formation d'une prime de l'or et cela indépendamment de toute dépréciation interne du papier. En effet, l'or étant un instrument de paiement international par excellence et l'institution du cours forcé rendant son acquisition difficile une demande accrue de métal jaune se trouva en présence d'une offre fortement diminuée. La prime du métal sur le papier résulta justement de cette disproportion entre l'offre de l'or et sa demande. L'accroissement de cette dernière ne provenait pas seulement de la nécessité des paiements internationaux, mais aussi et surtout du phénomène de thésau-risation. L'or fut recherché soit pour être retiré définitivement de la circulation en vue de soustraire l'épargne aux fluctuations d'un signe monétaire qu'on

prévoyait devoir subir des dépréciations trop grandes, soit retiré temporairement et dans l'attente justement d'une prime plus grande que celle qu'on se décidait à payer. Le phénomène de thésaurisation se manifesta aussi par la tendance qu'on a eue de convertir la monnaie de papier en objets d'art, en or, ce qui eut pour résultat d'augmenter la demande de métal jaune pour les emplois industriels.

Théoriquement ce jeu de l'offre et de la demande de métal jaune est conditionné par un ensemble de circonstances. Si nous supposons l'existence à côté des pays à cours forcé du billet de banque, d'un marché libre de l'or et concentré sur ce marché la demande des pays à cours forcé et à monnaie dépréciée, la prime aura la tendance à égaler la perte au change que subit par rapport à la monnaie du marché libre la monnaie du pays à cours forcé que nous envisageons. Mais si le recours au marché libre est rendu impossible pour une raison ou une autre (par exemple si le pays que nous envisageons se trouve être en guerre avec le pays où fonctionne le marché libre) il faut alors distinguer entre les pays à circulation interne abondante de métal jaune où la prime se maintient à un niveau modeste et les pays à circulation réduite ou nulle, où le niveau de la prime est théoriquement illimité.

Des manifestations de la prime de l'or eurent lieu dans tous les pays en guerre. Pour prévenir sa for-

mation ou, tout au moins, pour empêcher qu'elle ne se manifeste au grand jour, des mesures législatives furent édictées, prononçant la défense de commercer avec les monnaies d'or. La prime joua sur les lingots et les objets en or mais par sa nature même elle échappe à toute investigation.

Elle se manifesta dès le début de sa guerre, en Allemagne où elle reçut même une sorte de consécration officielle dans l'ordonnance du 12 février 1917 qui a modifié le prix d'achat du kilo d'or par la Reichsbank en le portant de 2.774 marks à 2.780 marks, la différence de 6 marks constituant la prime que la Banque se déclarait disposée à payer à quiconque lui apporterait de l'or.

Tout le mouvement des propriétaires des mines des dominions anglais en 1918, tendait à obtenir la reconnaissance officielle de la prime clandestine. Mais, comme nous l'avons vu, leur proposition d'élever le prix d'achat de l'once par la Banque se heurta à la volonté de celle-ci de ne pas reconnaître la prime existante sur le marché. Cette reconnaissance aurait signifié la reconnaissance de la dépréciation de l'étalon monétaire lui-même.

En Russie par contre, dès le début de la guerre la prime de l'or reçut une consécration officielle. La production de l'or de l'Oural était achetée par la Banque Impériale russe. Dès le début de la guerre le cours du rouble ayant fléchi, les producteurs russes

de l'or avaient tout intérêt à vendre leur production à l'étranger — en Angleterre notamment — pour bénéficier de la différence des changes. La Banque Impériale voyant se tarir pour elle une source importante d'approvisionnement en métal jaune fit interdire son exportation. Craignant une stagnation de la production et en vue de favoriser cette dernière le gouvernement russe décida que les producteurs russes seront payés en chèques sur Londres et New York au cours d'avant la guerre. Les producteurs en vendant ces chèques touchaient sur leur production une prime égale à la perte au change du rouble sur ces deux places. A cette prime résultant du change s'ajouta une autre par suite de l'élévation du prix d'achat par la Banque Impériale (1).

En Italie de même l'existence de la prime fut enregistrée officiellement, au moins pendant les deux premières années de la guerre. Tous les droits de douane étant payables en or et l'Italie étant un pays à circulation de papier il fallait fixer en papier l'équivalent de l'or à verser. Cette fixation laissait voir la perte que subissait le papier par rapport à l'or. La publication de ce tarif fut suspendue après l'entrée en guerre de l'Italie.

Après la conclusion de la paix un changement important eut lieu dans le marché de Londres. En

1. Eliacheff, *le Rouble pendant la guerre* (*Revue d'Economie politique*, 1918).

septembre 1919 la Banque d'Angleterre renonça au privilège résultant du monopole qu'elle avait pour l'achat de toute la production des mines de l'Empire au prix statutaire 77 s. 9 d. l'once standard. Le marché libre des lingots fut rétabli. Les arrivages d'or des mines des dominions se vendent au plus offrant sur le marché. Les retraits d'or de la Banque d'Angleterre en échange des billets est pratiquement impossible et l'exportation de l'or monnayé également défendue. Cette défense s'étend d'ailleurs aussi aux lingots, mais des licences d'exportation s'obtiennent facilement.

Le marché libre des lingots permet de suivre avec précision les variations dans les cours de l'once et partant le montant de la prime par rapport au prix de la Banque (77 s. 9 d. l'once *standard*). (Avec 100 onces d'or fin on obtient 425 souverains. Mais si sur le marché on doit payer en livres sterling (papier) 544 pour 100 onces le souverain (or) vaut donc :

$$\frac{544}{425} = 1 \text{ livre sterling}$$

28 shillings, la prime en ce cas est de 28 o/o.)

L'once or atteint en 1919 et 1920 des prix qu'elle n'avait plus atteint depuis les guerres napoléoniennes (En novembre 1815 l'or avait atteint le haut niveau de 5 £ 10 s. l'once *standard*).

Le tableau ci-dessous permet de suivre le mouvement ascensionnel du prix de l'or pendant les deux dernières années à Londres.

Le prix commercial de l'or à Londres

Fin de semaine	Par once de fin	Fin de semaine	Par once de fin	Fin de semaine	Par once de fin
	s. d.		s. d.		s. d.
1919 Sept. 11	84. 11 3/4	1920 Fév. 26	121. 8	1920 Juil. 31	110. 6
— 18	99. 0	Mars 4	119. 0	Août 3	112. 0
— 25	99. 0	— 11	107. 2	— 10	113. 8
Oct. 2	99. 0	— 18	110. 2	— 17	114. 0
— 9	99. 0	— 25	107. 3	— 24	115. 6
— 16	99. 0	Avr. 1	105. 6	— 31	115. 6
— 23	99. 0	— 8	103. 1	Sept. 7	115. 6
— 30	99. 0	— 15	103. 8	— 14	119. 6
Nov. 6	99. 0	— 22	104. 10	— 21	117. 6
— 13	100. 0	— 29	107. 7	— 28	117. 11
— 20	103. 0	Mai 6	107. 8	Oct. 7	117. 3
— 27	103. 0	— 13	107. 8	— 14	117. 6
Déc. 4	106. 4	— 21	108. 2	— 31	119. 3
— 11	109. 7	— 27	107. 3	— 30	118. 3
— 18	109. 3	Juin 7	103. 6	Nov. 8	112. 4
— 31	109. 8 1/2	— 14	104. 5	— 15	121. 6
1920 Janv. 8	110. 0	— 21	103. 7	— 22	117. 0
— 15	110. 8	— 29	104. 0	— 30	117. 6
— 22	114. 6	Juil. 2	104. 0	Déc. 7	118. 9
— 29	117. 6	— 9	104. 1	— 14	118. 7
Fév. 5	127. 4	— 16	106. 6	— 21	115. 9
— 12	120. 0	— 23	108. 3	— 31	116. 1
— 19	121. 0				

A partir donc du mois de septembre 1919 le prix de l'once qui débuta à 84, 11 3/4 monta régulièrement pour atteindre le 31 décembre le prix de 109 l. 8 1/2 d. le plus haut de l'année. Les acheteurs furent surtout les Etat-Unis et les Indes anglaises. Le Continent eut aussi sa part. Au fur et à mesure que la livre baissait à New-York le prix de l'once d'or fin à Londres montait ceci en vertu de l'interdépendance entre le marché entièrement libre de New York et celui de

Londres qui n'est libre qu'en ce qui concerne les lingots. Les principaux acheteurs sur le marché de Londres furent les Indes anglaises et les Etas-Unis. L'Inde a toujours été connue par son pouvoir considérable d'absorption de métal jaune. Avant la guerre les importations annuelles d'or en lingots étaient de 7 millions de livres sterling et en souverains de 12 millions, dont une grande partie était refondue pour recevoir un emploi industriel. Pendant les années de la guerre et jusqu'en avril 1919 l'importation pour compte privé de l'or aux Indes fut interdite. Les entrées d'or n'atteignirent plus annuellement que la somme de 5 millions de livres de sterlingt 2 millions en souverains et le reste en lingots et monnaies étrangères (1). Ces entrées réduites eurent pour résultat une appréciation sensible du souverain anglais. Aussi le 30 mai 1918 le souverain dont l'équivalent légal est de 15 roupies s'achetait à 20,4 roupies. Le prix du souverain en roupies variant entre 19 et 20 roupies pour un souverain le gouvernement de l'Inde se décida (en août 1918) d'interdire l'achat et la vente des souverains au-dessus de leur valeur légale. La mesure n'eût pas l'effet attendu. Les pièces d'or anglaises étaient fondues et vendues dans les bazars avec prime. Devant la demande considérable d'or le gouvernement de l'Inde se décida d'en vendre au

1. *Findlay Shirras Indian Finance and Banking*. Mac Millian, London.

public (août 1919). En trois mois il fut vendu pour la valeur de 3 millions 139.000 souverains de l'or en lingots. Malgré cela et malgré aussi les entrées importantes d'or en 1919-1920, le prix de l'or n'a cessé de monter sur le marché hindou.

Importations et exportations de l'or aux Indes

Années finissant le 31 mars	Importations 1.000 Rs.	Exportations 1.000 Rs	Import.net. (+) 1.000 Rs	Export. net. (—) en £ (1.000) £ 1 = 15 Rs
1913-14	282.264	49.026	+ 233.238	+ 15.549
1914-15	107.038	30.564	+ 76.474	+ 5.098
1915-16	52.817	64.902	— 11.091	— 739
1916-17	133.374	1.025	+ 132.354	+ 8.824
1917-18	290.949	39.103	+ 251.786	+ 16.786
1918-19	22.763	76.401	— 55.638	— 3.709
1919-20	102.540	129.213	+ 273.327	+ 18.222

A côté du marché de Londres il y a celui de New-York entièrement libre tant pour l'acquisition et l'exportation des lingots que des monnaies. L'existence de ce marché rend la prime de l'or à Londres dépendante du cours de la livre à New-York. Si la prime à Londres dépassait la perte que subit la livre par rapport au dollard toute personne désirant acheter de l'or n'aurait qu'à se procurer un chèque sur New-York et à faire venir en échange de l'or. Inversement si la prime à Londres était inférieure à la perte au change toute personne possédant des dollars

aurait la possibilité de la convertir en livres sterling et de faire venir des lingots de Londres.

Les places du continent qui ont un change déprécié par rapport à la livre ont quand même intérêt à faire venir de l'or de Londres étant donné le prix très élevé qu'on reçoit sur le continent pour les objets en or.

Le prime de l'or subira des oscillations que subiront les monnaies de papier de l'Europe par rapport au dollar. Sa disparition ne viendra que par le retour à un papier convertible.

Vu : le président de la thèse
CH. RIST

Vu : le doyen,
P. LARNAUDE

Vu et permis d'imprimer,
Le recteur de l'Académie de Paris :
P. APPELL

BIBLIOGRAPHIE

- Décamps (Jules)*. — L'or et les règlements internationaux pendant la guerre. Paris Berger-Levrault, 1918.
- Hartley Whithers*. — War and Lombard Street. London, 1915.
- Money-Exchange. London.
- The meaning of Money.
- Rist (Ch.)*. — Banques de dépôt et banques d'émissions. Cours professé à l'Université de Paris, 1918-1919.
- Les finances de guerre de l'Allemagne. Paris Payot, 1921.
- Findlay Shirras (G.)*. — Some effects of the war on Gold and Silver (Journal of the Royal Statistical Society. London, July 1920).
- Koch (Fr.)*. — Der Londoner Goldverkehr. München, 1905.
- Dr. Karl Heiligenstadt*. — Die internationale Goldbewegungen ihre Ursachen, ihre Richtungen und die Stellung der Bankpolitik ihnen gegenüber (Schmoller's Jahrbücher, 1897).
- Seyd (Ernest)*. — Bullion and Foreign Exchange. London, 1868.
- Clare (G.)*. — Le marché monétaire anglais et la clé des charges.

REVUES

- The Economist*. London. La collection de 1914 à 1920 incl.
- The Statist*. London (articles: The gold situation, 27 déc. 1919, 2 oct. 1920).

Le Monde Economique. La question de l'or aux Etats-Unis,
1^{er} et 15 mai 1920.

Internationaler Volkswirt. Der Goldvorrat der Welt, 16 déc.
1919.

The Commercial and Financial Chronicle. New-York. La
collection de 1914 à 1920 incl.

L'Economiste français. La collection de 1914 à 1920.

Journal des Economistes. La collection de 1914 à 1920.

The Federal Reserve bulletin. 1918 à 1921.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION.....	5
CHAPITRE PREMIER. — La législation de l'or pendant la guerre.....	14
CHAPITRE II. — Les encaisses-or des principales banques d'émission pendant et après la guerre.....	31
CHAPITRE III. — La production mondiale de l'or pendant et après la guerre.....	46
CHAPITRE IV. — Les mouvements de l'or pendant et après la guerre.....	61
CHAPITRE V. — La prime de l'or.....	87

